

能源月报

2023年2月3日

中银期货研究部

谷霄

投资咨询号：Z0017009

从业资格号：F03091985

联系方式：021-60816204

联络人：陆茗

从业资格号：F3082639

联系方式：021-61088093

原油需求主导，燃油结构持稳

摘要

◆ 原油

1月原油价格呈V字型走势，需求情绪起到主导作用，供给侧则继续下方支撑为主。1月上旬，国际冬季需求表现相对疲软，对于外盘油价构成一定压力。而随着国内疫情影响逐步趋缓，加之政策导向利好，整体需求向好预期较为稳固，为原油价格起到有力支撑作用。

对于今年一季度原油价格预期整体中性，预估内盘SC原油均价在550-600元/桶区间；预估Brent原油均价在85-90美元/桶区间。

◆ 燃料油

1月高低硫燃料油价格跟随成本端宽幅波动，国内低硫燃供应与往年同期相比偏紧，节后船用油需求回温预期构成一定利好，LU主力-次主力月差Backwardation结构较为稳固。

高硫燃方面，俄乌冲突导致俄罗斯燃料油出口目的地由美国转向中东及新加坡地区，新加坡高硫燃供应延续宽松状态。高硫燃经济性提升导致船用油需求回升，但作用相对有限，预计一季度高硫燃走势以偏弱为主。高低硫价差V字型走势，考虑到地缘局势暂无实质进展，预计下方支撑仍存。

风险提示：

俄乌局势，疫情形势，OPEC+快速增产，伊朗问题，经济衰退预期，高油价负反馈效应

一、原油

1.1 行情回顾 • 1 月油价 V 字型走势

1 月原油价格呈 V 字型走势，需求情绪起到主导作用，供给侧则继续下方支撑为主。1 月上旬，国际冬季需求表现相对疲软，对于外盘油价构成一定压力。而随着国内疫情影响逐步趋缓，加之春运数据表现较好，整体需求向好预期较为稳固，为原油价格起到有力支撑作用。

截至 2022 年 10 月 28 日，内盘 SC 原油期货主力合约收报 684.6 元/桶，当月以来累计涨幅 7.91%，日均价格 678.58 元/桶。外盘 Brent 原油期货主力合约收报 94.73 美元/桶，当月累计涨幅 10.70%，日均价格 93.34 美元/桶；外盘 WTI 原油期货主力合约收报 88.60 美元/桶，当月累计涨幅 11.11%，日均价格 86.67 美元/桶。

图表 1：SC 价格走势



资料来源：Wind；中银期货

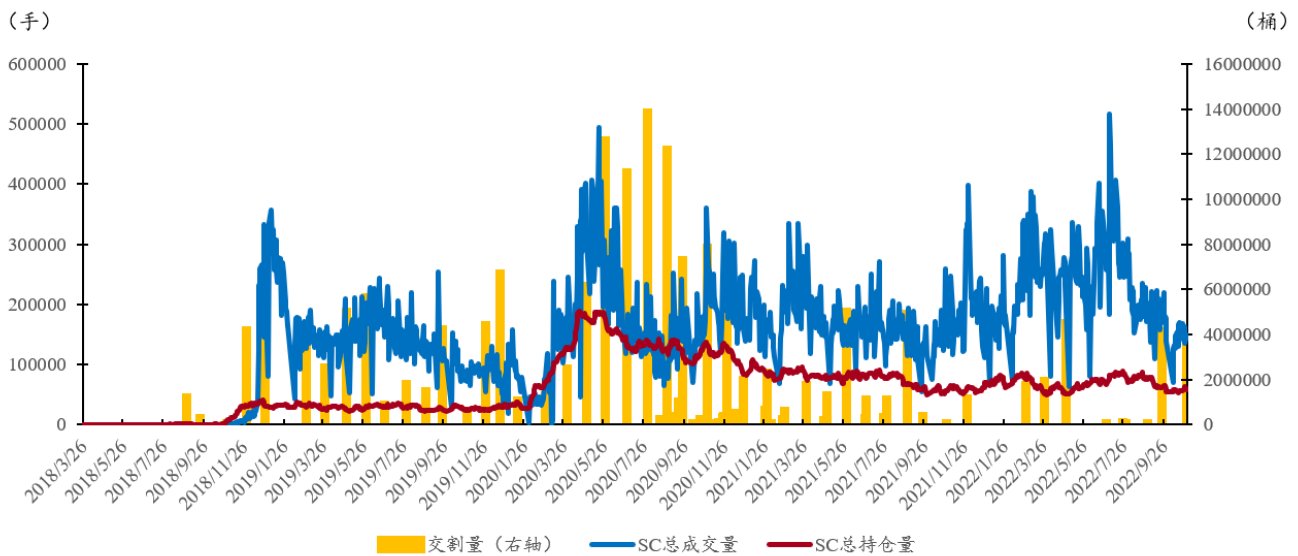
1.2 运行情况

从运行情况来看，截至 2022 年 12 月 30 日，10 月 SC 原油期货主力合约成

交易最高达 15.08 万手，日均成交量为 10.85 万手，环比下滑 21.46%；10 月 SC 主力合约持仓量最高达 3.37 万手，日均持仓量为 2.75 万手，环比减少 12.97%。10 月 SC 总沉淀资金日均为 38.60 亿元，环比减少 12.74%。

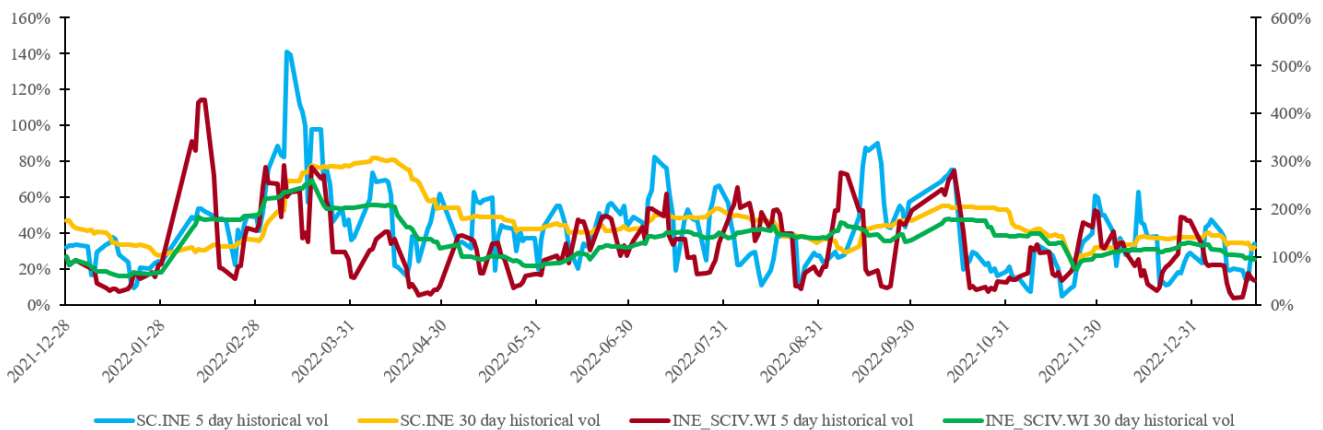
交割方面，SC 2302 交割量为 528.2 万桶。SC 仓单库存方面，1 月 SC 无出入库记录，仓单库存维持在 1016.6 万桶的相对高位，对于 SC 近月盘面构成一定压力，建议关注后续仓单出入库情况。

图表 2：SC 市场运行情况



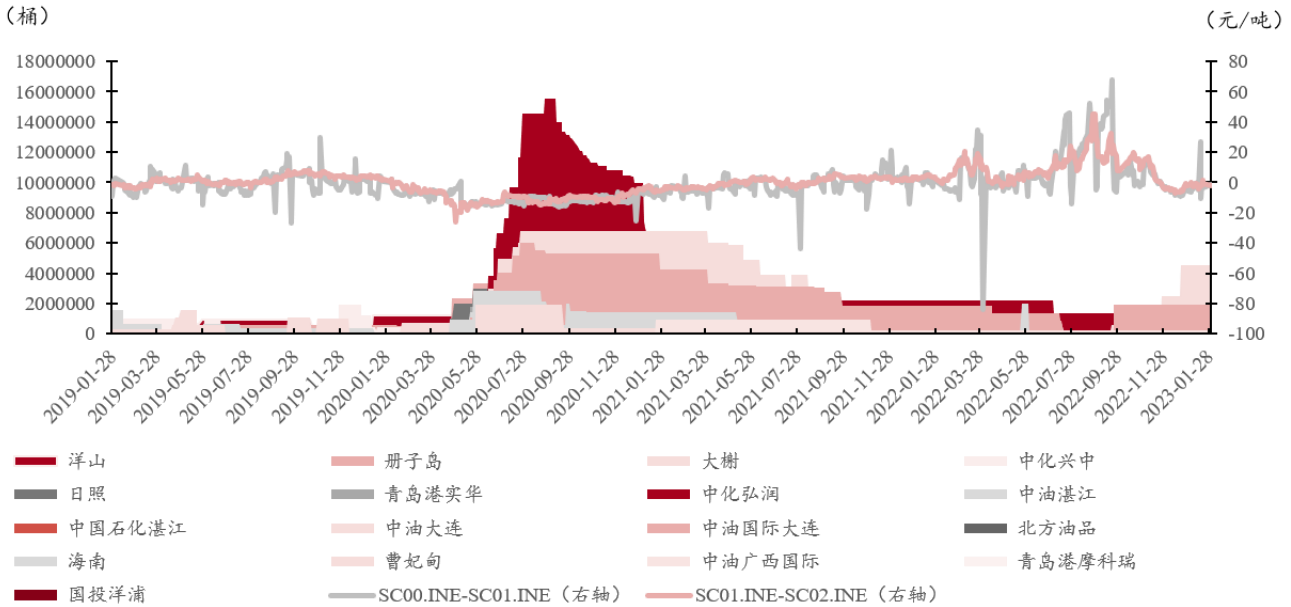
资料来源：Wind；中银期货

图表 3：SC 期货+期权波动率



资料来源：Wind；中银期货

图表 4: 国内 SC 仓单库存



资料来源: INE; 中银期货

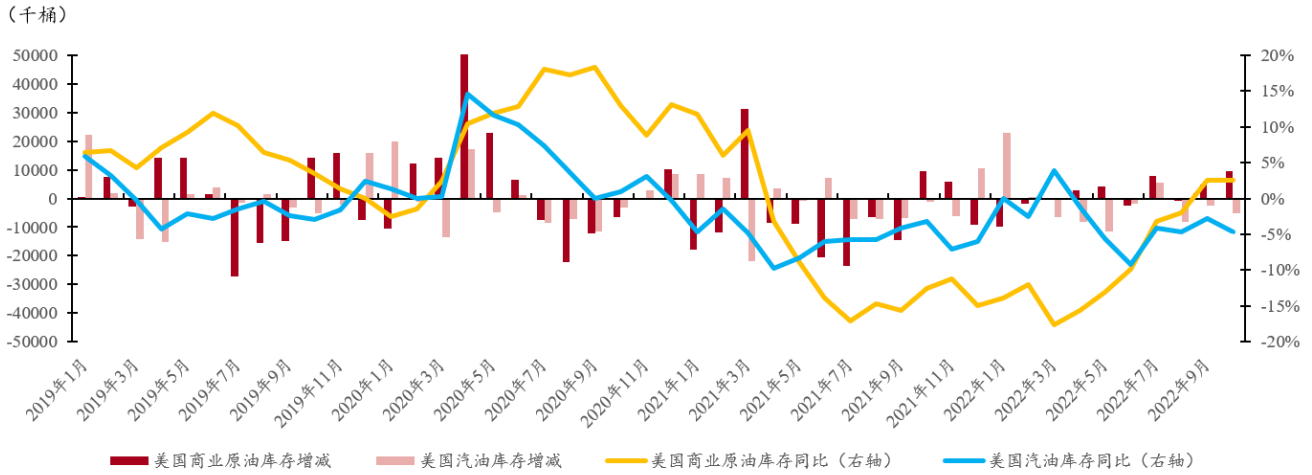
1.3 国际需求存在短期压力

国际冬季需求表现相对疲软,对于外盘油价构成持续压力,为1月初油价大幅回调的影响因素之一。从实际需求角度来看,今年冷冬预期未能兑现,美国终端消费表现相对疲软,2022年底EIA汽油需求创五年同期最低值,1月汽油需求均值在882万桶/日左右,目前处于五年均值线以下。同时,进入冬季EIA原油及成品油以累库为主,从一定程度上反映了终端需求表现相对疲软。从商业油品库存来看,截至1月20日当周,EIA原油库存录得4.49亿桶;当周EIA汽油库存增加176.3万桶,原预期增加176.7万桶,前值增加348.3万桶;当周EIA精炼油库存减少50.7万桶,原预期减少112.1万桶,前值减少193.9万桶。

OPEC月报将2022年全球原油需求增速预期下调1万桶/日至254万桶/日,原预期255万桶/日;将2023年全球原油需求增速预期维持222万桶/日不变。OPEC将2022年全球经济增长预期上调至3.0%,原预期2.8%;将2023年全球

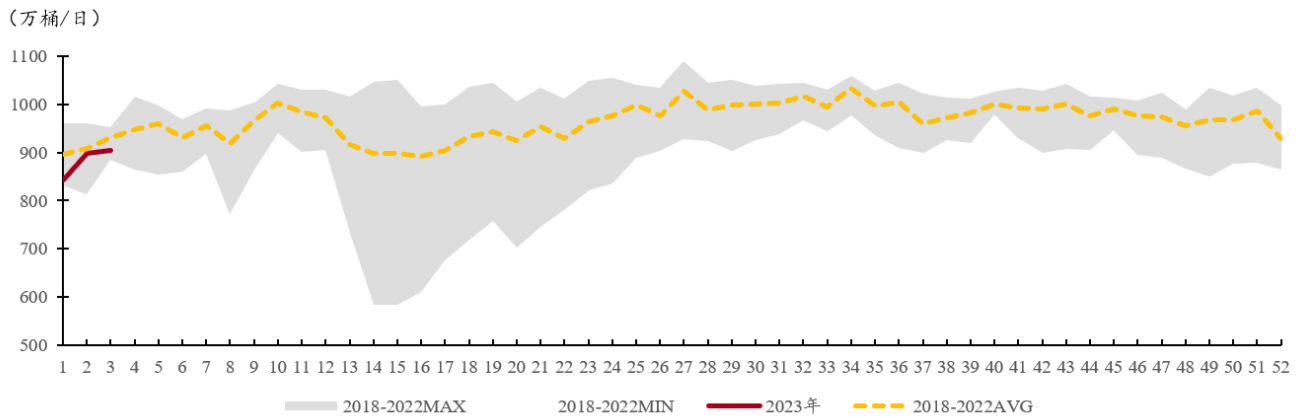
经济增长预期维持 2.5% 不变。2023 年对 OPEC 原油的需求预期维持在为 2920 万桶/日不变，较 2022 年水平高 60 万桶/日。

图表 13: 美国 EIA 商业原油库存+汽油库存



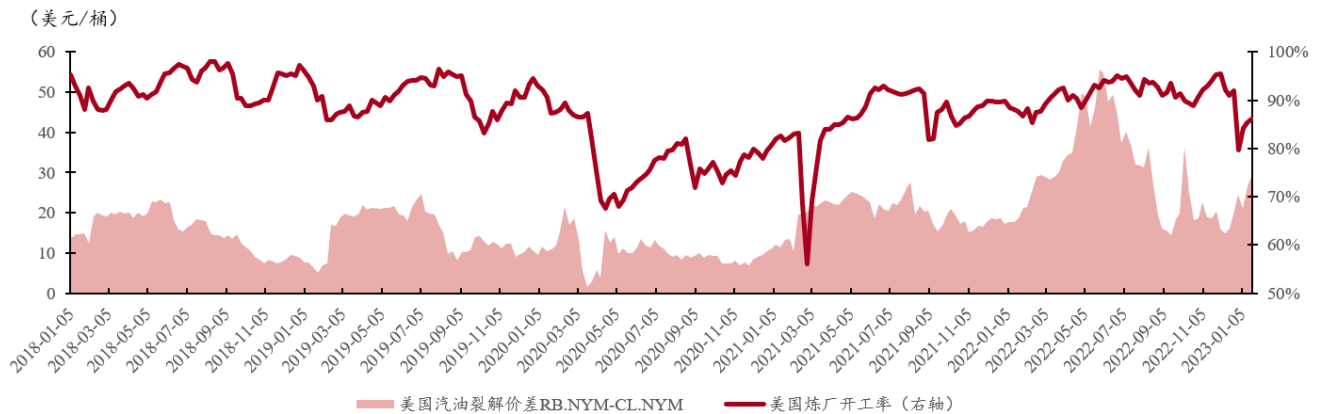
资料来源：EIA；中银期货

图表 8: 美国汽油需求量



资料来源：EIA；中银期货

图表 9: 美国炼厂开工率-汽油裂解价差



资料来源：Wind；中银期货

1.4 我国疫情逐步趋缓

我国 12 月对于疫情防控措施进行调整，不再要求提供核酸检测阴性证明且不查验健康码。自 2023 年 1 月 8 日起，对新冠感染实施“乙类乙管”。防疫政策调整导致国内新冠肺炎感染人数在短期之内大幅抬升，据国家卫健委数据，2022 年 12 月 8 日至 2023 年 1 月 12 日，全国医疗机构累计发生在院新冠病毒感染相关死亡病例 59938 例。

我国防控措施调整在短期之内对于终端消费构成一定冲击，对于内盘 SC 油价亦造成一定压力。但随着各地感染达峰，国内外出行往来日益便捷，社会流动性逐步修复，包括整体成品油及航空煤油在内的下游需求或出现反弹。从国内春运情况来看，春节假期（2023 年 1 月 21 日至 27 日）全国铁路发送旅客 5017.4 万人次，日均发送 716.8 万人次，同比增长 57.0%，恢复至 2019 年的 83.1%。航空方面，据民航局数据，春节假期民航运输旅客 900 万人次，比 2022 年春节同期增长 79.8%。另据文化和旅游部数据中心测算，今年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%；国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。从出入境情况而言，春节期间全国移民管理机构共查验出入境人员 287.7 万人次，日均 41 万人次，较去年春节同期（2022 年 1 月 31 日至 2 月 6 日）增长 120.5%。

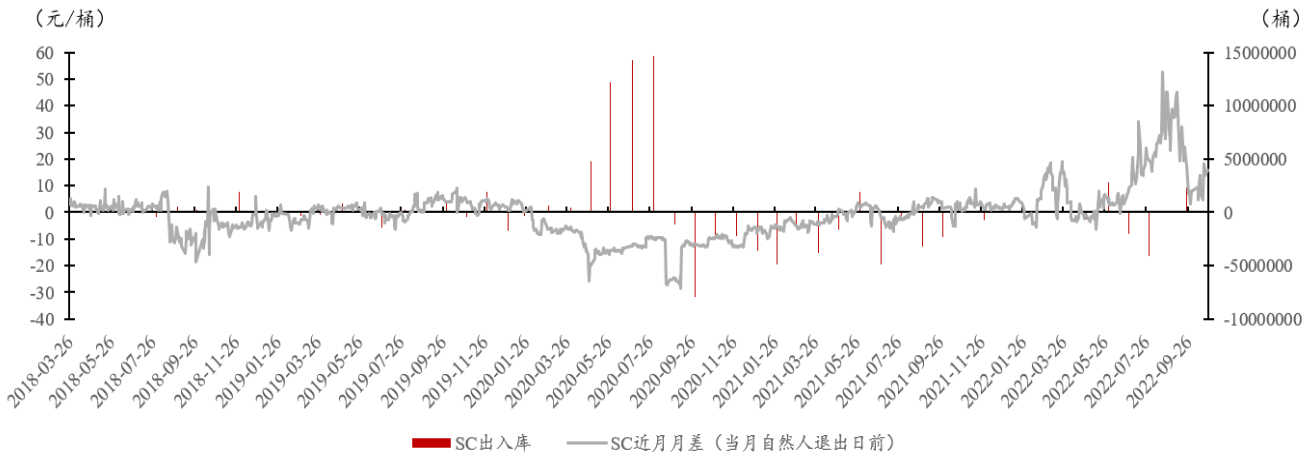
此外，国家政策导向亦利好国内原油需求修复。商务部于 1 月下发 2023 年

第二批原油非国营贸易进口允许量 11182 万吨，前两批合计下发 13182 万吨；2023 年我国第一批成品油出口配额，共计 1899 万吨，同比上涨 46.08%，其中四大主营炼厂配额共计 1706 万吨，同比上涨 48.74%。我国加大原油进口并提升炼厂开工率的导向较为清晰，将在一定程度上提振市场需求情绪。

从我国原油进口量情况来看，据国家统计局数据，12 月原油进口维持正增长，进口原油 4807 万吨，同比增长 4.2%，上月为增长 11.8%；2022 年全年进口原油 50828 万吨，同比下降 0.9%。从我国原油加工量情况来看，据国家统计局数据，12 月原油加工量提速，加工原油 5988 万吨，同比增长 2.5%，增速环比加快 2.2%，日均加工 193.2 万吨。2022 年全年加工原油 67590 万吨，同比下降 3.4%。从中长期角度而言，国内疫情形势趋缓，叠加政策导向利好，我国原油需求向好趋势较为稳固，预计我国一季度原油进口量及需求存在增长空间，或为内盘 SC 原油期货价格提供有力支撑。

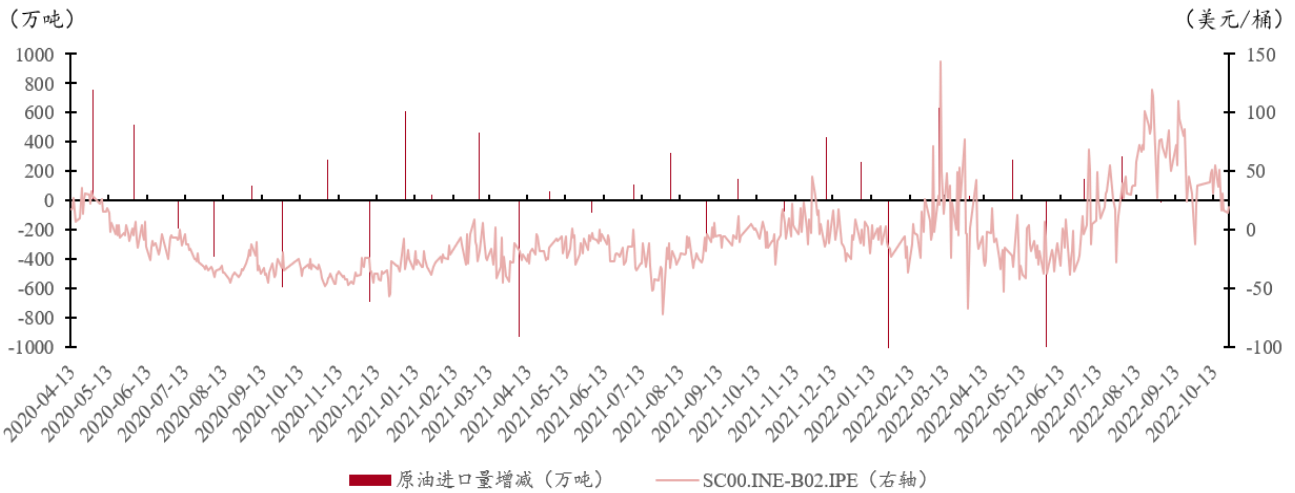
但短期而言，考虑到国内 SC 仓单库存处于 1000 万桶以上的相对高位，SC 近月盘面承受一定压力。从月差结构来看，1 月内盘 SC 原油期货主力-次主力月差呈 Contango 结构，基本在-5 元/桶以内。从内外盘价差来看，SC-Brent 03-MAY 呈内盘贴水结构，且一度加深至-6 美元/桶附近。考虑到俄乌问题短期之内较难根本性解决，俄罗斯乌拉尔原油现货存在低价吸引力，相对高价的中东油种或偏向于入库。近期 SC 仓单库存预计延续高压状态，SC 近月月差或延续 Contango 结构，内外盘价差则继续以内盘贴水结构为主。

图表 18: SC 近月月差 (自然人退出日前) - SC 仓单出入库



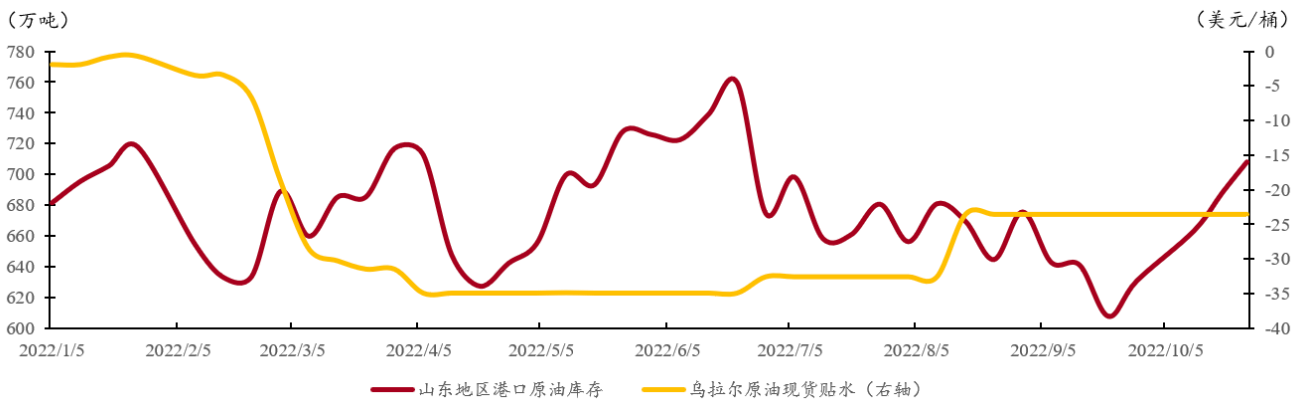
资料来源: Wind; 中银期货

图表 19: SC 内外盘价差 (SC00-B02) -国内原油进口量



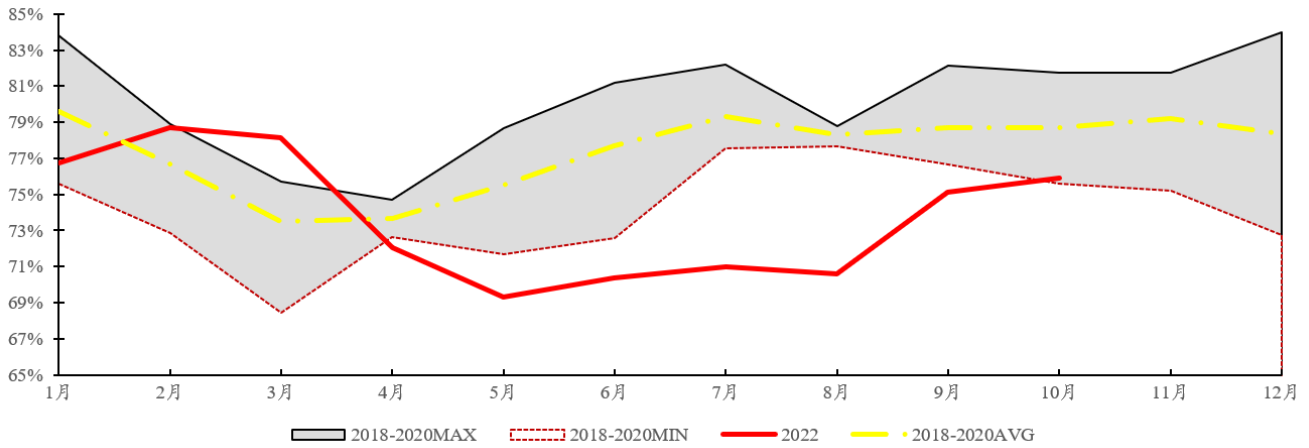
资料来源: Wind; 中银期货

图表 20: 我国港口原油库存



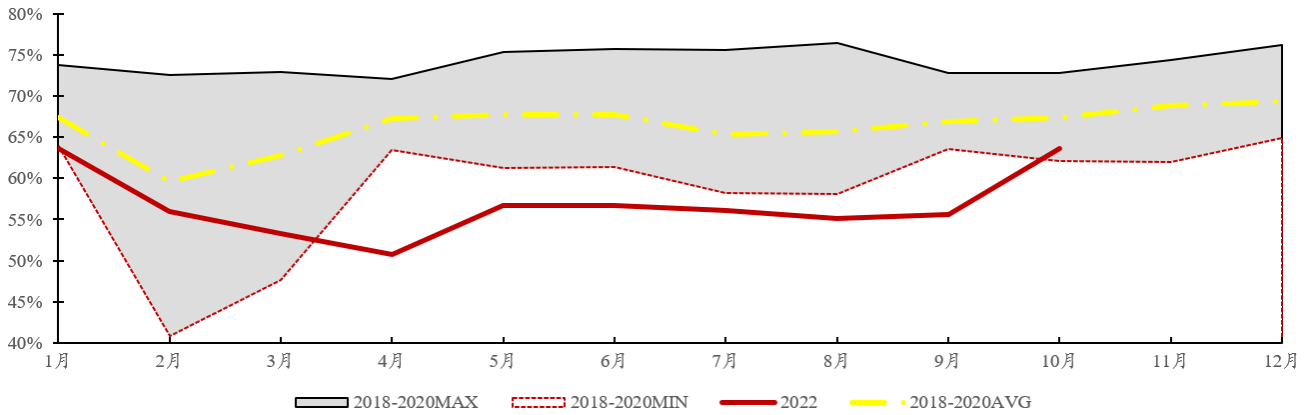
资料来源：Refinitiv; 隆众资讯; 中银期货

图表 21: 主营炼厂开工率



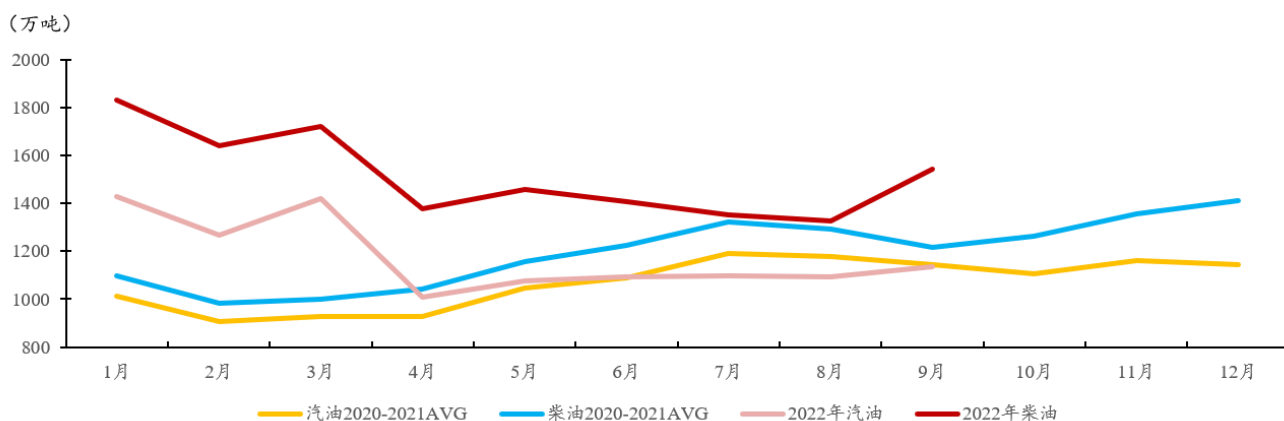
资料来源：隆众资讯; 中银期货

图表 22: 山东地炼开工率



资料来源：隆众资讯; 中银期货

图表 23: 汽柴油表观消费量



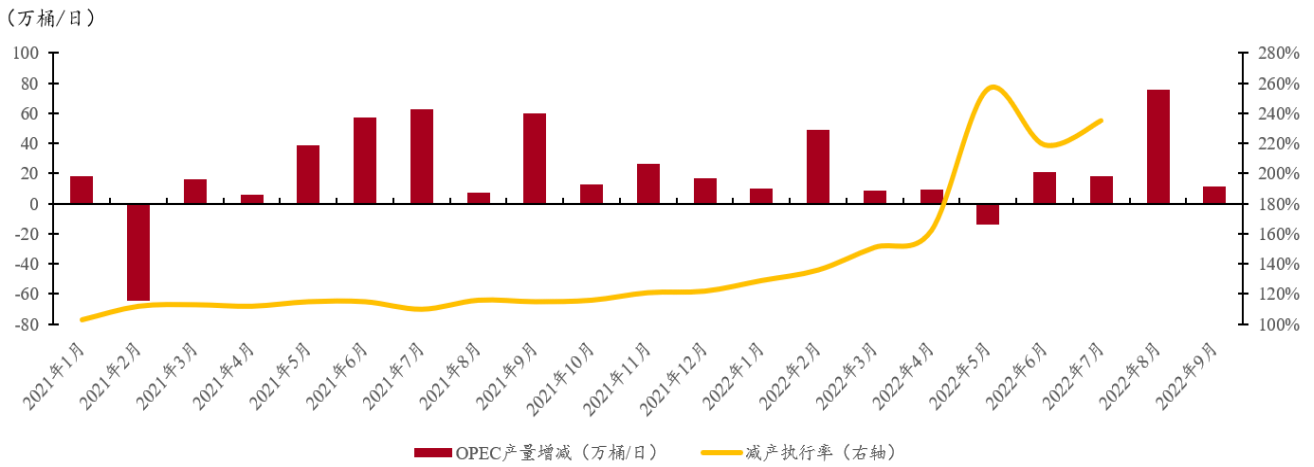
资料来源：隆众资讯；中银期货

1.5 供给侧相对持稳

OPEC+12月会议决议维持200万桶/日的减产规模不变，或为观望欧盟对俄罗斯石油限价的实际影响，以及我国调整防疫政策等市场波动因素。OPEC+未超预期减产对于市场信心构成一定扰动，但实际支撑作用仍存。下一次OPEC+部长级会议将于明年6月4日举行；下一次OPEC+联合部长级监督委员会(JMMC)将于今年2月1日举行，而欧盟对俄罗斯成品油海运禁令及限价生效日期为今年2月5日，或为油价下一关键节点。而从实际产量来看，OPEC 12月原油产量环比增长9.1万桶至2897.1万桶/日，其中尼日利亚12月原油产量增加9.1万桶/日至126.7万桶/日。

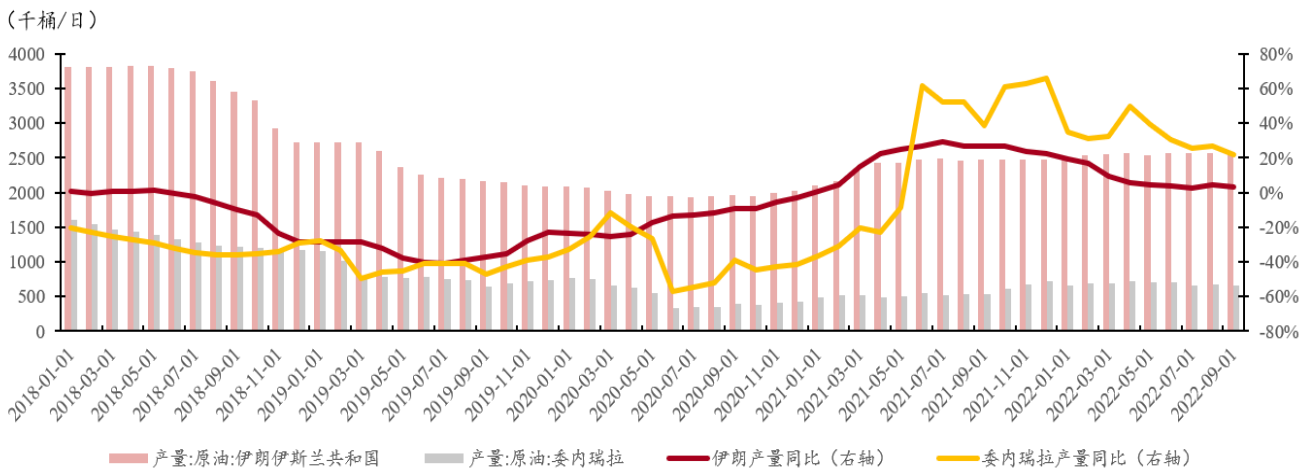
中东方面态度较为明确，从财政收入及政治立场等多维度进行考量，以维持油价的相对高位及市场稳定为主导逻辑，其产量政策及实际产量或延续偏紧，预计继续起到核心支撑作用。此外，伊朗与俄罗斯在俄乌问题上存在加强合作迹象，而与美国之间的伊核协议谈判已再度陷入僵局，预计短期之内已较难取得突破性进展。

图表 5: OPEC 原油产量-减产执行率



资料来源：金联创；中银期货

图表 6：伊朗+委内瑞拉原油产量



资料来源：Wind；中银期货

1.6 俄乌局势继续胶着

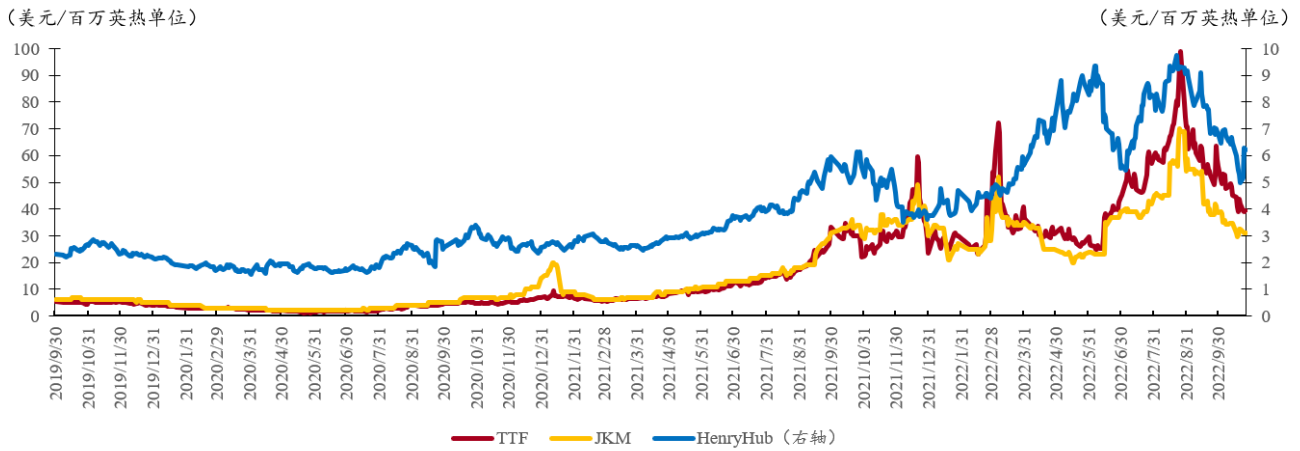
俄乌局势 1 月延续胶着状态，俄罗斯国防部于 1 月中旬宣布已控制乌克兰东部顿巴斯重镇索列达尔，为半年来所取得的最重大胜利。索列达尔地处巴赫穆特-谢韦尔斯克防线中心，其盐矿隧道可用于部队驻扎以及物资储备，为防御线关键点及军备后勤点。此外，索列达尔亦为俄军在顿涅茨克方向进攻的关键要塞，进可切断乌军巴赫穆特供应路线，建议持续关注东欧战局。目前俄乌局势尚未出现实质性进展，俄罗斯与西方各国之间的博弈预计长期持续，警惕俄

罗斯战术核武器等舆论因素造成的市场短线波动可能。

从制裁角度来看，欧盟对俄罗斯石油海运禁令及限价于 2022 年 12 月 5 日正式生效，即若俄罗斯向第三方国家出售原油的价格高于上限水平，欧盟及七国集团（G7）的企业将被禁止为俄原油运输提供保险、金融等服务。欧盟成员国经过多轮谈判，就限制俄石油价格在 60 美元/桶达成一致，且计划每两个月商讨修改价格上限。考虑到 60 美元/桶限价高于俄罗斯石油开采成本，且俄乌局势升级后欧美制裁导致俄罗斯石油折价销售，故预计欧盟此举对于俄罗斯石油供应的实际作用相对有限，俄油出口或继续大量转向亚洲地区。欧盟对俄罗斯成品油的海运禁令将于今年 2 月 5 月生效，设定俄罗斯柴油出口限价在 100-110 美元/桶。此外，欧盟成员国于 12 月中旬达成一致，将俄罗斯天然气价格上限设定为 180 欧元/兆瓦时。

1 月全球天然气价格大幅回调，欧洲 ICE TTF 天然气期货近月合约自前期高位 350 欧元/兆瓦时回落至 55 欧元/兆瓦时左右，折合约 18 美元/百万英热单位；美国 NYMEX Henry Hub 天然气期货近月合约自前期高位 10 美元/百万英热单位回落至 3 美元/百万英热单位以下。从亚太地区来看，LNG 日韩到岸价自 8 月高位 70 美元/百万英热单位回落至 20 美元/百万英热单位以下。今年冷冬预期未兑现，加之欧洲天然气储气设施接近饱和，天然气供应紧缺情绪显著缓解，导致天然气价格整体大幅下挫。但整体而言，目前气价与往年同期相比仍处高位，俄罗斯与欧美博弈将延续，欧洲天然气紧缺问题未得到根本性解决。

图表 7: 日韩 JKM 天然气价格 + ICE TTF 天然气价格 + NYMEX Henry Hub 天然气价格

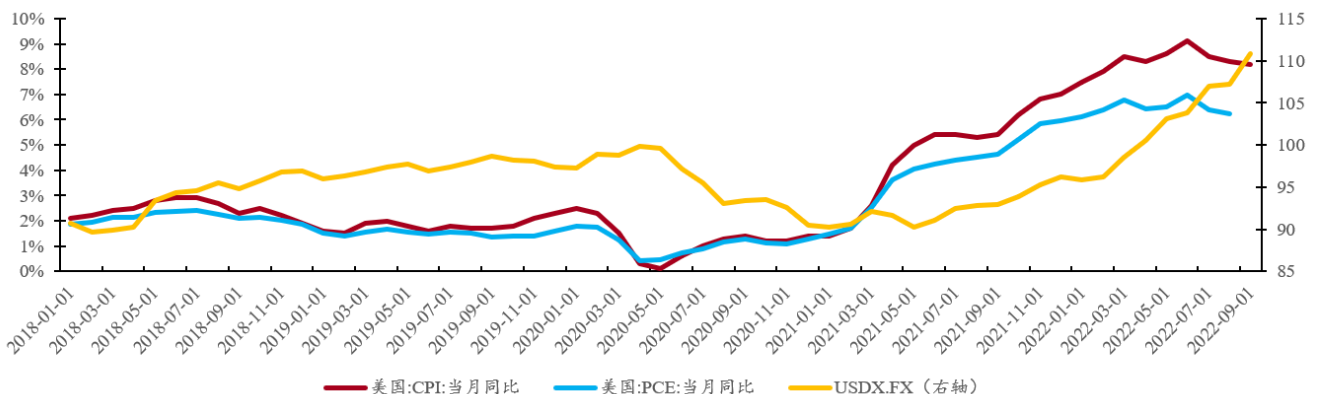


资料来源：Refinitiv；中银期货

1.7 国际宏观压力减轻

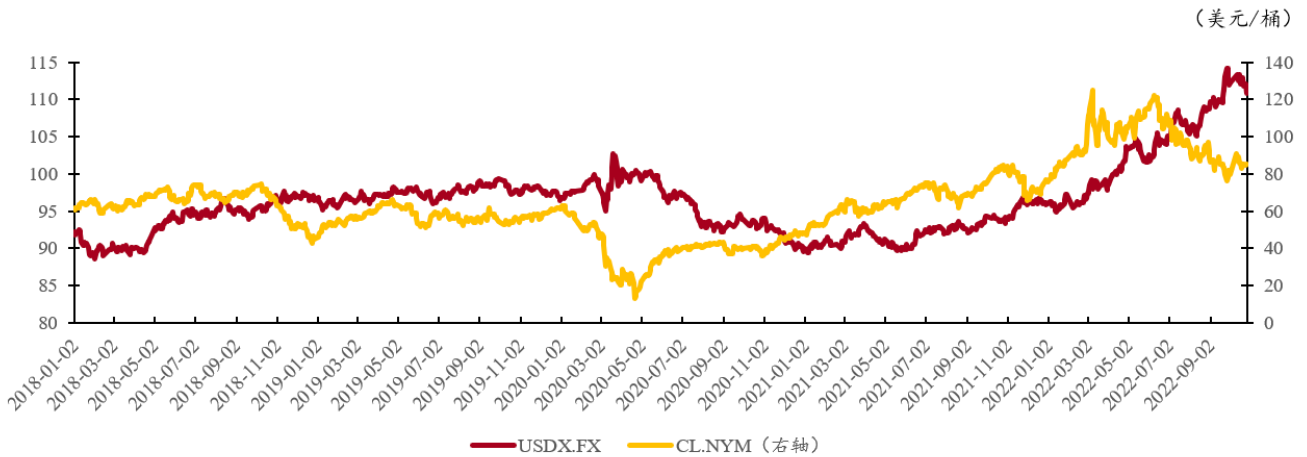
1 月国际宏观压力有所减轻，对于国际油价构成一定利好因素。从美国通胀角度来看，据美国劳工部数据，美国 12 月 CPI 同比上升 6.5%，原预期 7.1%，前值 7.1%。美国 CPI 数据继续下行在一定程度上反映了通胀压力的逐步趋缓，市场对于美联储后续将放慢加息步伐的预期有所升温，美元指数回落至 102 点位附近，为 2022 年中以来新低水平。目前联邦利率目标区间在 4.25%-4.5%，美联储后续加息幅度或较前期进一步缩减，但当前通胀及终端能源价格水平与往年相比仍处高位，深层次危机尚未根本性扭转，建议关注 2 月 FOMC 利率决议，警惕可能的金融市场波动传导。

图表 10：美国消费者物价指数（CPI）-个人消费支出物价指数（PCE）-美元指数（USDx）



资料来源：Wind；中银期货

图表 11：美国 WTI 原油期货主力合约价格-美元指数 (USDX)



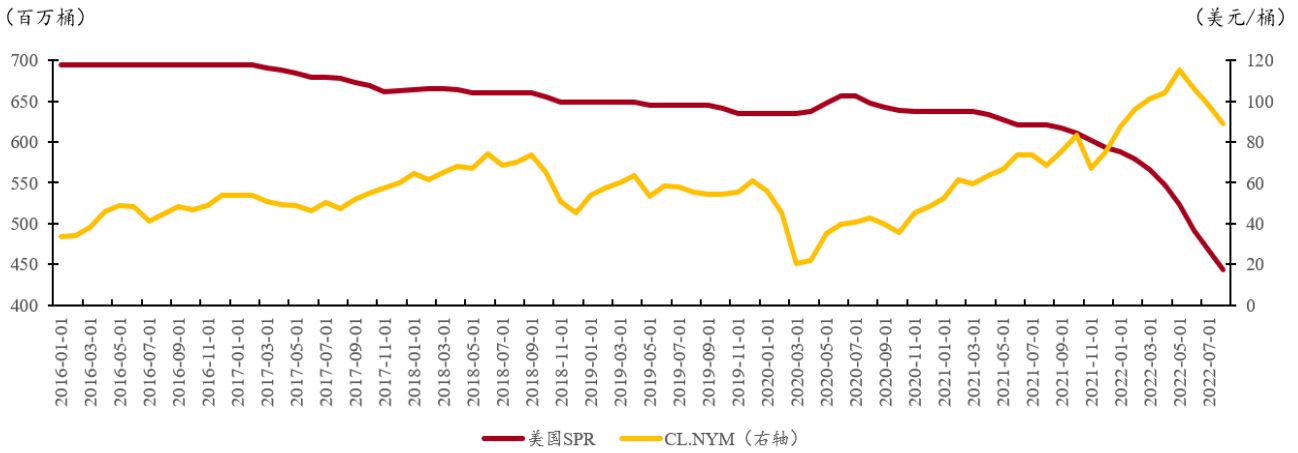
资料来源：Wind；中银期货

美国能源部于 12 月宣布，拜登政府将回购约 300 万桶原油以补充石油战略储备 (SPR)，计划于明年 2 月交付，对于国际油价构成一定短线利好因素。为应对高通胀压力，美国方面自去年底多次释放 SPR 以短期施压国际油价，导致其 SPR 库存量持续下滑至历史低位水平。据 EIA 数据，截至 1 月 20 日当周，美国 SPR 库存录得 3.716 亿桶，为近 40 年以来最低水平。此前，拜登政府曾宣布计划以至多 67-72 美元/桶的价格回购原油以补充储备。

而从美国自身原油产量来看，基本维持在 1220 万桶/日附近。考虑到 2020 年负油价导致上游资本支出收缩，相比长期投资股东更偏好现金流，加之拜登政府鼓励新能源政策，加大油井及炼厂产能开发的可能性较小，故预计美国原油产量仅持稳小幅增长，短期之内大幅提升产量的可能性较小。

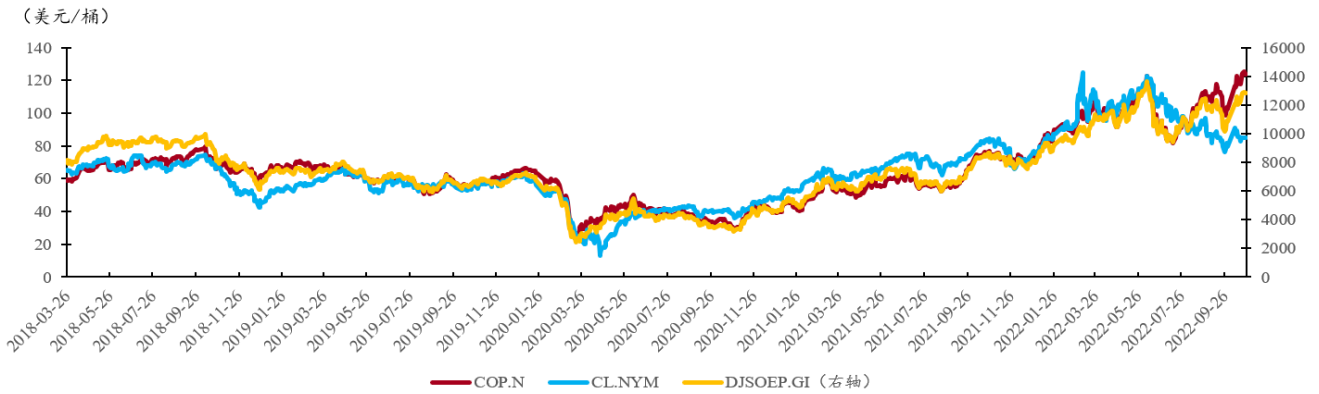
由于宏观层面压力的减轻，美国 WTI 走势有所回温，从月差结构来看，WTI 近月月差于 12 月中旬回升至平水附近，目前维持微幅 Contango 结构。截至 2022 年 10 月 26 日，Brent 月差当月日度均值为 1.78 美元/桶；WTI 月差当月日均为 1.08 美元/桶。从跨区价差来看，Brent-WTI 价差反弹至 5 美元/桶附近，Brent 升水结构仍较为稳固，预计短期之内延续相对高位。

图表 12: 美国 SPR 库存-美国 WTI 原油期货价格



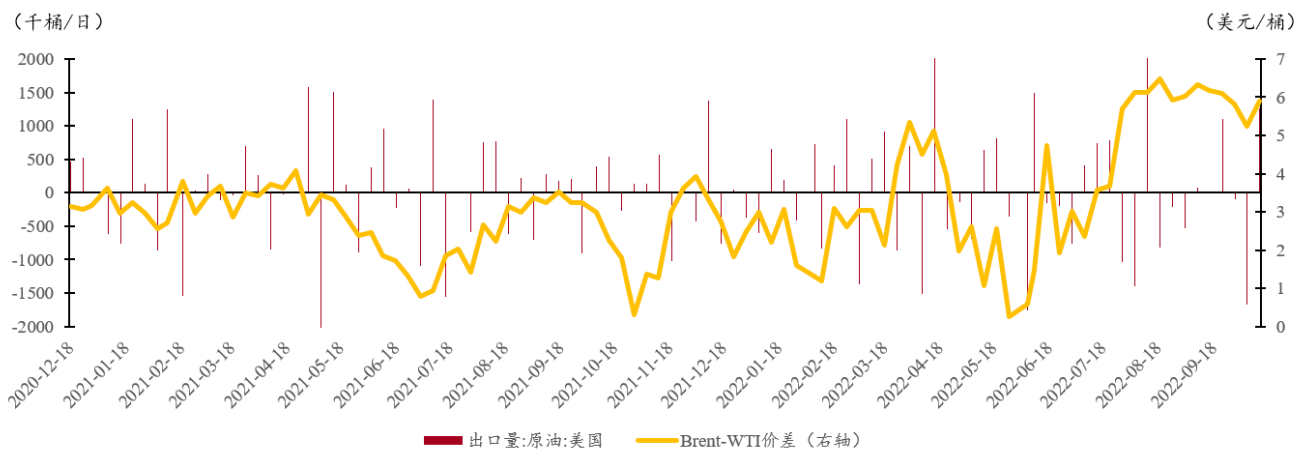
资料来源: Wind; 中银期货

图表 14: 美国石油公司股价-美国 WTI 原油期货价格-美国石油开发与生产



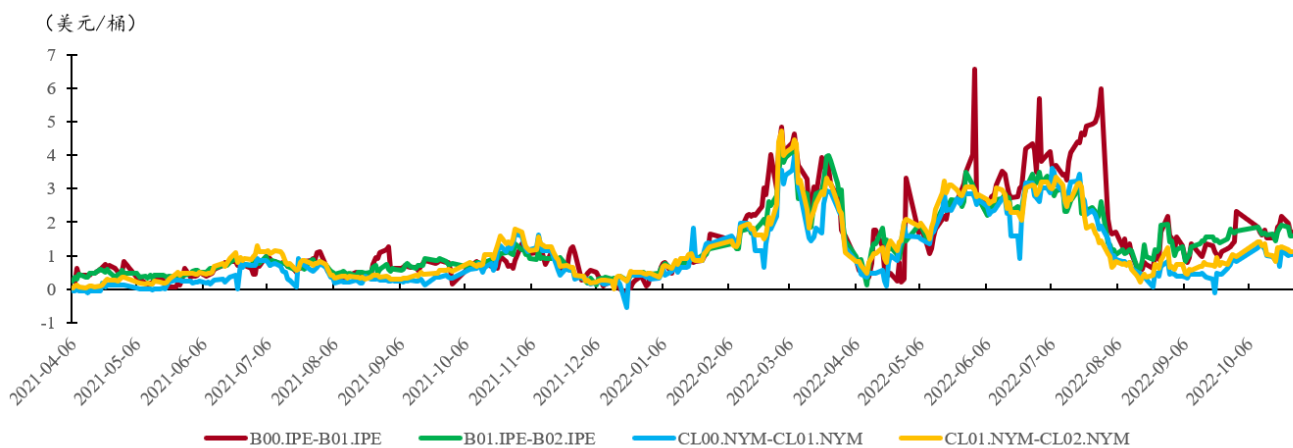
资料来源: Wind; 中银期货

图表 15: Brent-WTI 价差-美国原油出口量



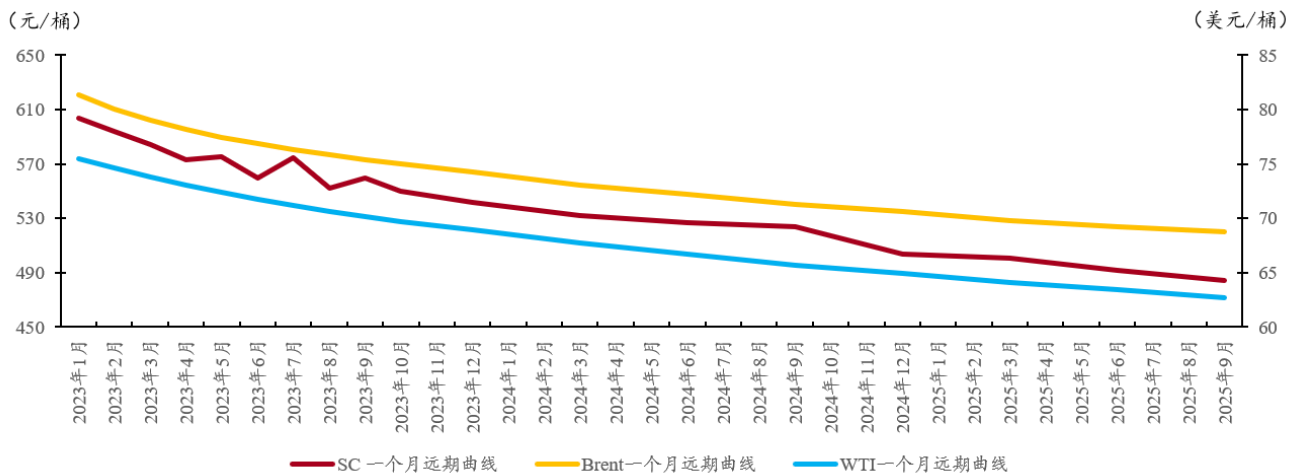
资料来源：EIA；Wind；中银期货

图表 16: Brent + WTI 近月月差



资料来源：Wind；中银期货

图表 17: SC + Brent + WTI 远期曲线



资料来源：Wind；中银期货

1.8 后市展望

1月原油价格呈V字型走势，需求情绪起到主导作用，供给侧则继续下方支撑为主。国际冬季需求表现相对疲软，对于外盘油价构成一定压力。但随着国内疫情影响逐步趋缓，加之政策导向利好，整体需求向好预期较为稳固，将为原油价格起到有力支撑作用。预计近期油价继续以宽幅波动格局为主，但需警惕各类市场波动风险。

从国际宏观面角度来看，近期美国通胀压力有所缓解，美联储加息步伐或逐步放缓，需持续关注美联储FOMC利率决议，警惕国际金融市场波动传导。从基本面角度来看，原油供应端整体持稳，OPEC+产量政策预计仍以稳定市场为主导逻辑，继续为油价维持相对高位下方支撑作用。

目前原油市场情绪由需求端主导，一方面今年冷冬预期未兑现，国际终端需求表现相对疲软，外盘油价存在上方压力。另一方面，国际经济预期波动较大，美国四季度GDP高于预期对于需求情绪起到提振作用。国内而言，新冠疫情防控措施调整优化对于终端消费造成显著短期冲击，但随着各地感染达峰，国内外出行往来日益便捷，社会流动性逐步修复，包括整体成品油及航空煤油在内的下游需求或出现反弹。此外，国家政策导向亦利好国内原油需求修复，原油进口及成品油出口配额加量下发，我国提升炼厂开工率的导向较为清晰，将在一定程度上提振市场需求情绪。

从中长期角度而言，国内疫情形势趋缓，叠加政策导向利好，我国原油需求向好趋势较为稳固，预计我国一季度原油进口量及需求存在增长空间，或为内盘 SC 原油期货价格提供有力支撑。但短期而言，目前国内 SC 仓单库存处于 1000 万桶以上的相对高位，考虑到俄乌问题短期之内较难根本性解决，俄罗斯乌拉尔原油现货存在低价吸引力，相对高价的中东油种或偏向于入库。近期 SC 仓单库存预计延续高压状态，SC 近月盘面将承受一定压力，SC 近月月差或延续 Contango 结构，内外盘价差则继续以内盘贴水结构为主。

对于今年一季度原油价格预期整体中性，全球原油市场预计维持偏紧供需结构，油价高位的下方支撑力度延续强劲，但需警惕各类市场潜在风险点，不排除短期回调可能。预估内盘 SC 原油均价在 600-650 元/桶区间；预估 Brent 原油均价在 85-90 美元/桶区间。若地缘矛盾解决、疫情显著趋紧或伊核协议谈判取得突破性进展，SC 原油价格或短暂下探至 550-600 元/桶区间；Brent 原油价格或短暂下探至 80-85 美元/桶区间，但预计后续估值回归。

二、燃料油

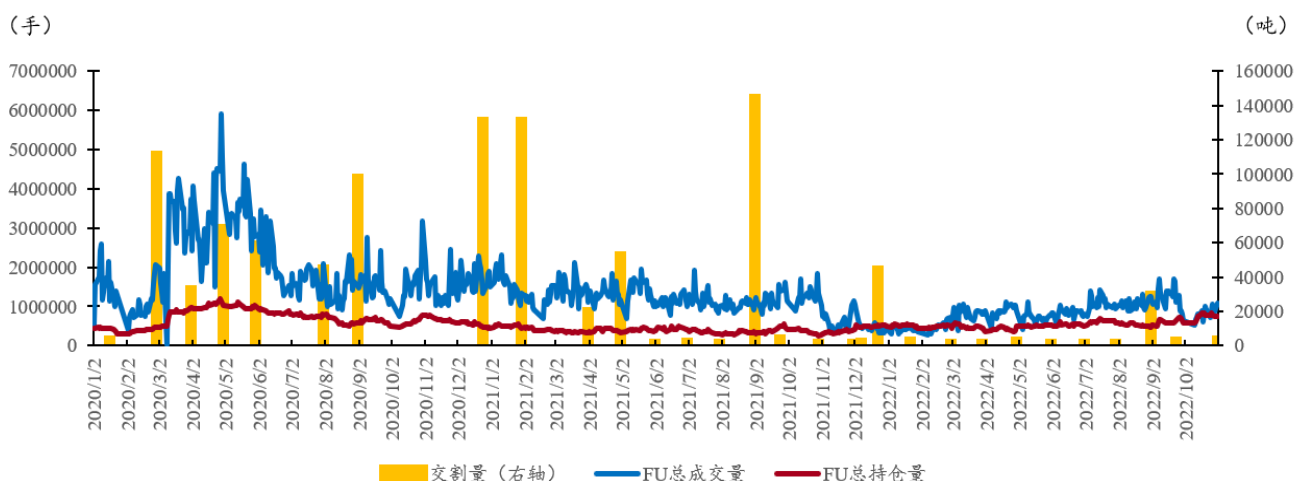
2.1 行情回顾·高低硫走势分化

1月高低硫燃料油价格跟随成本端V字型走势，截至2022年10月28日，内盘高硫燃料油FU期货主力合约收报2673元/吨，当月累计跌幅1.98%，日均价格2715元/吨。内盘低硫燃料油LU期货主力合约收报4754元/吨，当月累计涨幅5.41%，日均价格4785元/吨。

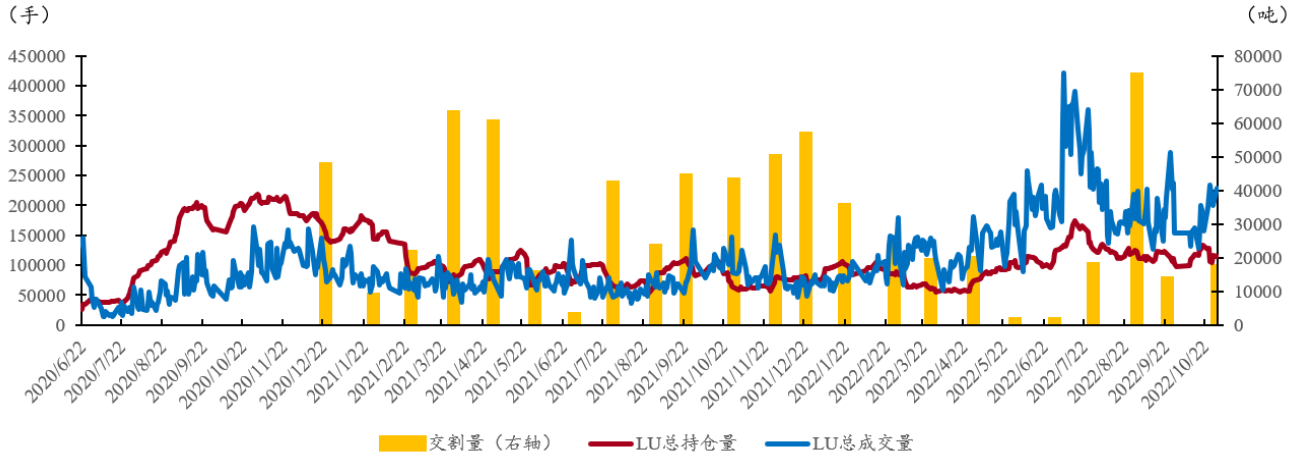
从运行情况来看，10月高硫燃料油FU期货主力合约成交量最高达92.92万手，日均成交量为69.93万手，环比下滑39.19%；10月FU主力合约持仓量最高达57.49万手，日均持仓量为50.90万手，环比增长18.57%；8月FU总沉淀资金日均约为20.32亿元，环比增长21.18%。交割方面，FU 2302交割量为23950吨。出入库方面，FU洋山石油1月大量出库85180吨。

10月低硫燃料油LU期货主力合约成交量最高达16.77万手，日均成交量为12.30万手，环比增长42.41%；10月LU主力合约持仓量最高达7.83万手，日均持仓量为5.77万手，环比增长171.63%；10月LU总沉淀资金日均约为5.66亿元，环比增长8.66%。交割方面，LU 2302交割量为7350吨。出入库方面，1月12日LU大鼎石油入库8000吨；18日LU大鼎石油出库650吨。

图表 1:高硫燃料油FU合约市场运行情况

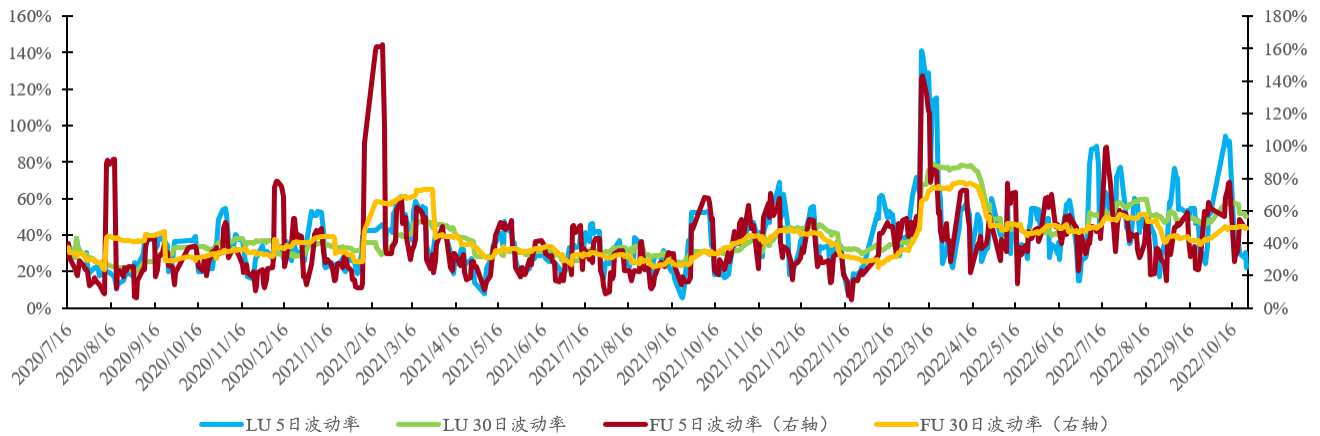


图表 2: 低硫燃料油 LU 合约市场运行情况



资料来源：Wind；中银期货

图表 3: 高硫燃料油 FU 合约 + 低硫燃料油 LU 合约波动率



资料来源：Wind；中银期货

图表 3: 高硫燃料油 FU + 低硫燃料油 LU 仓单出入库情况

日期	FU 仓库	出入库 (吨)	FU 出入库	日期	LU 仓库	出入库 (吨)	LU 出入库
20230104	洋山石油	-10000	出	20230112	大鼎石油	8000	入
20230105	洋山石油	-39840	出	20230118	大鼎石油	-650	出
20230109	洋山石油	-9970	出				
20230110	洋山石油	-11630	出				
20230117	洋山石油	-3500	出				
20230118	洋山石油	-10240	出				

资料来源：SHFE；INE；中银期货

2.2 年内首批低硫燃出口配额下发

1 月国内低硫燃料油市场供应整体持稳，俄乌局势升级以来新加坡货源紧缺加之船燃价格高企等因素导致我国低硫燃进口量维持低位，2022 全年保税燃料油进口量约 511 万吨，同比下跌近 40%；其中 12 月保税船燃进口量为 41.43 万吨，环比下跌 34.24%，同比增长 2.02%。2022 年我国保税船加油的进口资源依存度或下滑至 30%以下，国产资源占比显著提升。

去年以来，为了弥补进口量下滑所带来的需求缺口，我国加大低硫燃出口配额下发量以抬高国内保税低硫燃产量。2022 年我国港口保税低硫燃船供油中国产资源占比达 86.5%，同比大幅提升约 26%。从配额角度来看，2022 年我国低硫燃出口配额年内总量达 1675 万吨，与去年 1139 万吨配额总量相比大幅增长 47%。低硫燃出口配额量增长促进了我国保税低硫燃产量的抬升，2022 年全年我国保税低硫燃产量约 1548.6 万吨，同比增长 35.55%；其中 7 月保税低硫燃产量约 160 万吨，同比大幅增长 48.15%至年内峰值，且首次实现自给自足。从生产炼厂来看，两大主营仍占绝对主导地位，其中中石化产量占比约 49%，同比下滑约 8%；中石油产量占比约 41%，同比增长约 5%。从生产区域来看，东北地区产量占比提升至 27%，取代山东地区成为首位。

商务部于 1 月下发 2023 年我国第一批低硫燃料油出口配额，共计 800 万吨，同比 2022 年第一批低硫燃出口配额增长 23.08%。其中，中石化 429 万吨，同比上涨 49%；中石油 302 万吨，同比上涨 12%；中海油 62 万吨，同比上涨 24%；

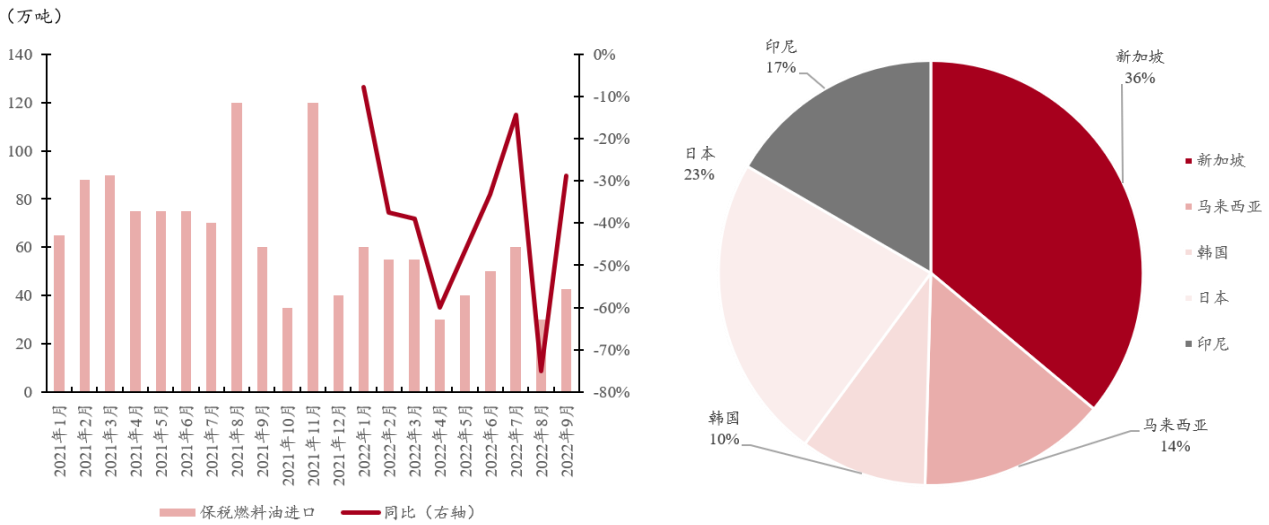
中化 3 万吨，浙石化 4 万吨。我国低硫燃出口配额的加量下发将支撑国内保税低硫燃产量的持稳小幅增长态势，低硫燃内外盘价差 LU-VLSFO 03-FEB 由 40 美元/吨以上相对高位收窄至 20 美元/吨附近。但相对新加坡而言，国内低硫燃市场预计延续偏紧格局，内盘升水格局仍较为稳固，预计内外盘价差下方支撑较强。

在保税低硫燃产量增长的同时，我国船加油市场亦稳步发展。从需求角度而言，2022 年我国船加油市场发展相对平稳。全年保税船加油量为 2020 万吨，同比下降 2.23%，月均船加油量为 168 万吨，其中低硫燃料油占比约 88%，高硫燃料油占比约 5.8%，MGO 占比约 6.2%，与往年基本持平。从国内船加油企业市场份额角度来看，2022 年中石化浙江舟山占比约 44.7%，同比增长约 1.1%；中国船舶燃料占比约 35.7%，较去年同期下滑 5.2%。分区域来看，2022 年浙江舟山地区保税船供油量达 600 万吨，同比增加约 9%，占比全国总量 29.7%，市场份额上升约 1%，仍为国内第一大保税船供油港口。我国船加油市场将继续稳步发展，终端船用燃料油需求预计持稳为主。

我国低硫燃市场供需偏紧格局继续为内盘 LU 构成有力支撑作用，内盘低硫燃料油 LU 主力-次主力月差维持 Backwardation 结构，10 月日均价差在 75.5 元/吨。考虑到俄乌局势所导致的新加坡市场供需结构变化在短期之内较难根本性扭转，预计我国低硫燃进口量维持相对低位，国内保税低硫燃产量将继续以稳步小幅增长态势为主，但我国低硫燃市场供应与往年同期相比偏紧的问题难以彻底扭转，预计 LU 月差 Backwardation 结构较为稳固。

图表 4：中国保税低硫燃进口量

图表 5：中国燃料油进口来源国



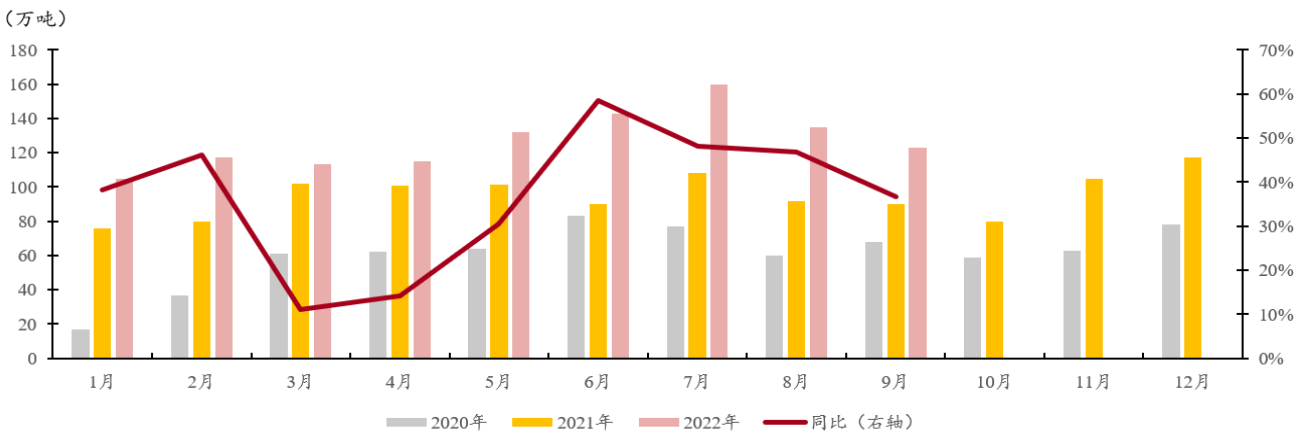
资料来源：浙油中心；彭博；中银期货

图表 6：中国保税低硫燃出口配额

低硫燃出口企业	2020配额总量	2021配额总量	2022第一批配额	2022第二批配额	2022第三批配额	2022第四批配额	2022第五批配额	2022配额总量	2023第一批配额	2023第一批同比	2023配额总量
中石油	295	338	203	116	90	132	160	541	302	49%	302
中石化	429	696	384	181	137	119	0	821	429	12%	429
中海油	86	95	50	25	20	21	15	131	62	24%	62
中化	90	9	3	1	1	1	0	6	3	0%	3
浙石化	100	1	10	2	2	2	0	16	4	-60%	4
总计	1000	1139	650	325	250	275	175	1675	800	23%	800

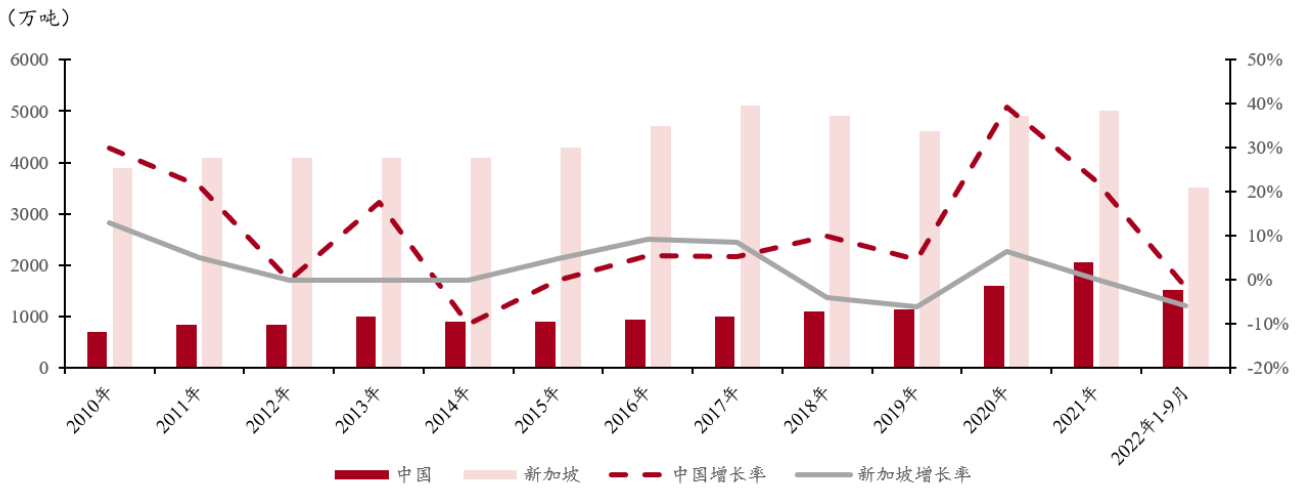
资料来源：商务部；中银期货

图表 7：中国保税低硫燃产量



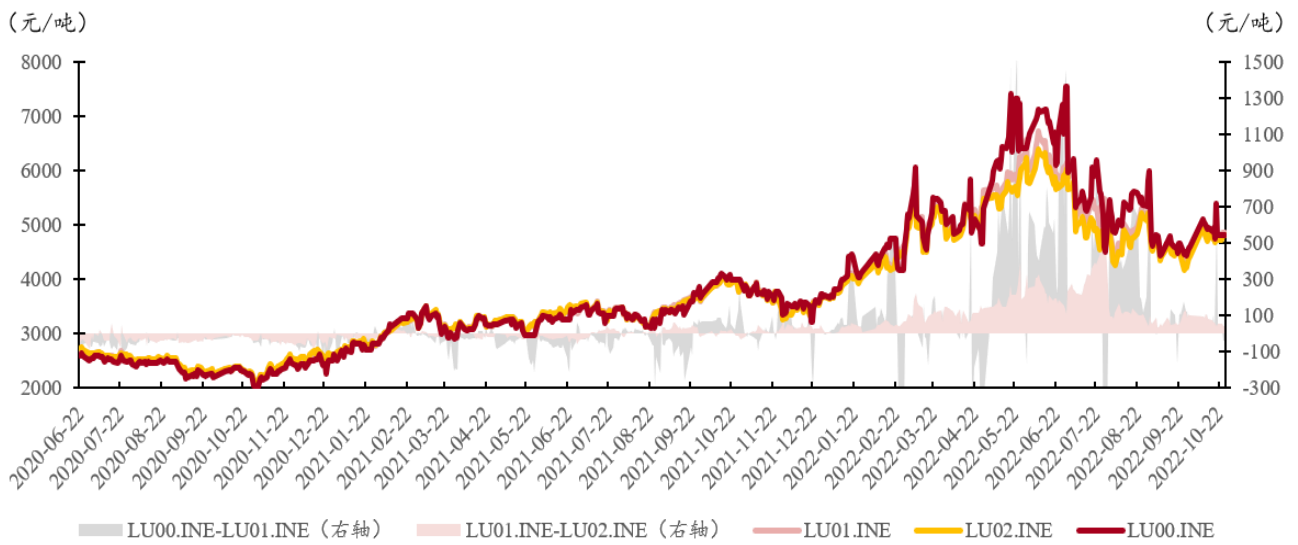
资料来源：隆众资讯；中银期货

图表 8：中国保税船加油量



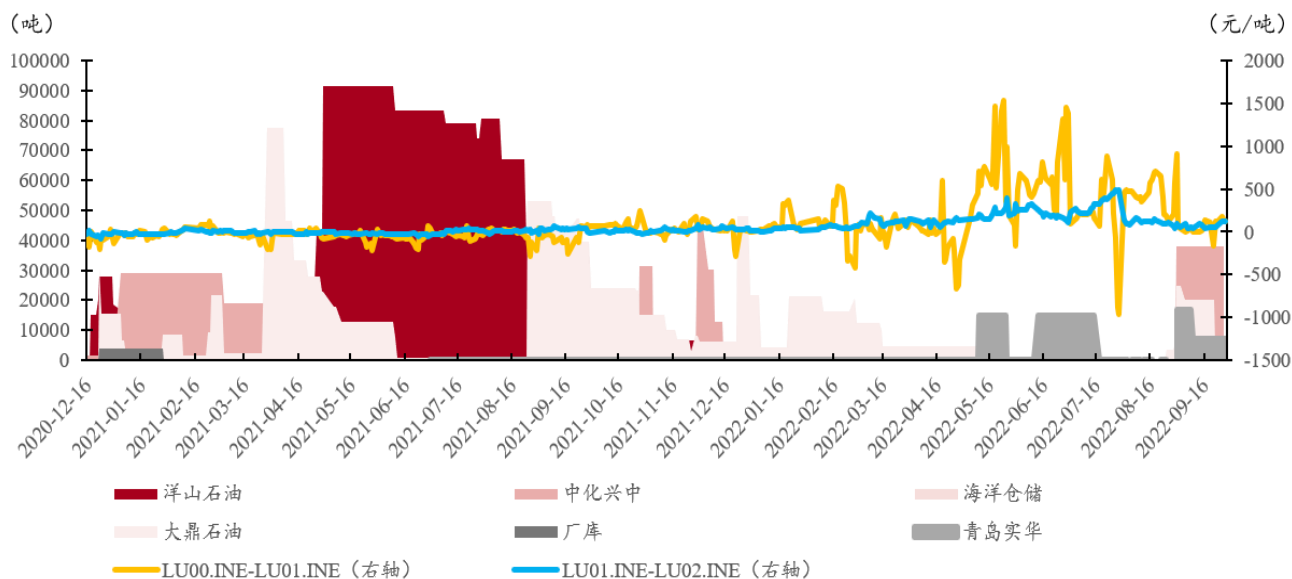
资料来源：隆众资讯；中银期货

图表 9：低硫燃 LU 近月月差



资料来源：Wind；中银期货

图表 10：国内 LU 仓单



资料来源：INE；中银期货

2.3 成品油出口配额加量下发

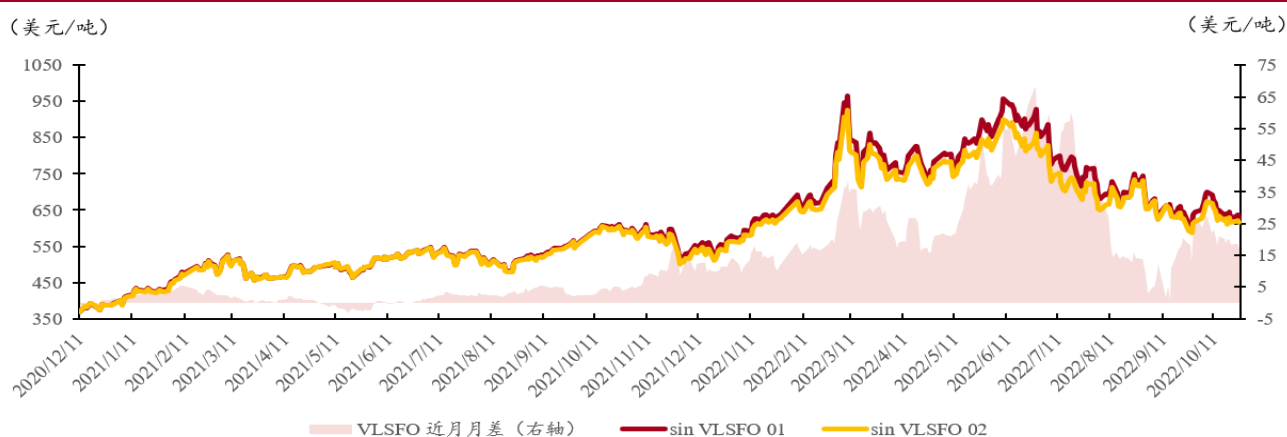
1 月新加坡低硫燃料油市场与前期相比供应偏宽松，主要由于西区船货流入量处于相对高位，但与往年同期相比仍偏紧。从需求端角度而言，据新加坡海事港务局（MPA）数据，2022 年新加坡船用油销量为 4796 万吨，同比下滑 4.06%；其中低硫燃料油销量为 3014 万吨，同比减少 8.13%，占比下滑 2.91%至 62.81%，或因俄乌局势后高硫燃的低成本经济性相对提升。

外盘低硫燃 VLSFO 近月月差虽较前期高位收窄，但 Backwardation 结构较为稳固，10 月日均月差为 20.8 美元/吨。从裂解价差来看，新加坡 VLSFO-Brent 一度下探至 3 美元/桶以下，1 月下旬企稳反弹至 10 美元/桶以上，当月日均价差为 12.02 美元/吨。从库存水平来看，1 月新加坡燃料油库存周均为 2132 万桶，2022 年新加坡燃料油库存周均 2090 万桶；2021 年周均库存 2250 万桶；2020 年周均库存 2380 万桶。

柴油方面，商务部于 1 月下发 2023 年我国第一批成品油出口配额，共计 1899 万吨，同比上涨 46.08%。其中，中石油 596 万吨，同比上涨 41.57%；中石化 741 万吨，同比上涨 71.39%；中海油 176 万吨，同比上涨 49.15%；中化

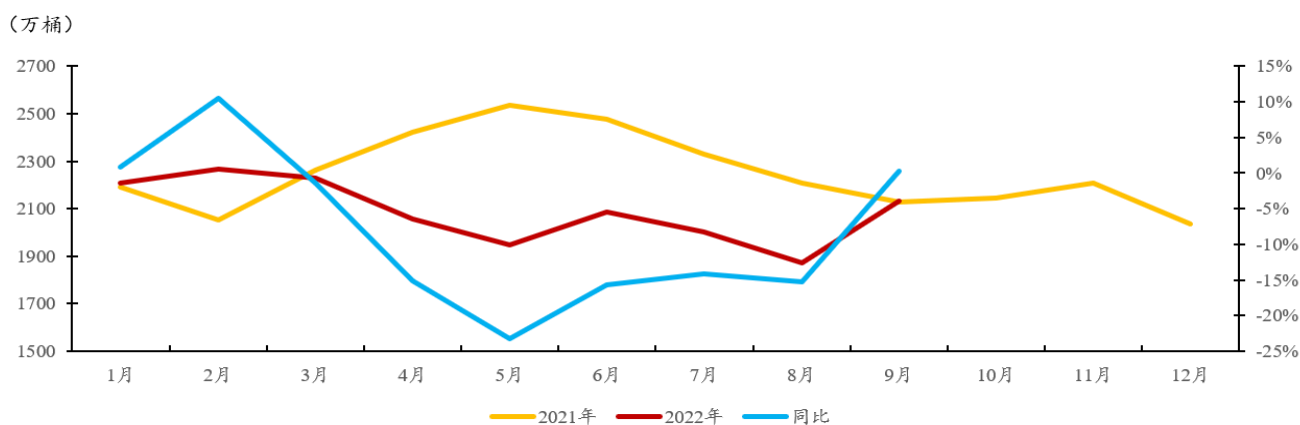
193 万吨，同比上涨 9.04%；中航油 6 万吨，同比上涨 50%；浙石化 167 万吨，同比上涨 24.63%；中国兵器 20 万吨，同比上涨 33.33%。成品油出口配额的加量下发或有利于抬升我国主营炼厂开工率，从而对内盘 SC 构成一定利好作用。对于新加坡市场而言，中国柴油出口配额增加或在一定程度上缓解外盘供应紧缺情况从而施压柴油价格，但考虑到国内汽柴油保供需求，预计短期之内实际柴油出口量不会出现大幅增长，故对于新加坡柴油影响暂时有限。1 月新加坡柴油裂解价差 SG0-Brent 一度由 35 美元/桶附近高位短期下挫至 25 美元/桶附近，其后反弹至 30 美元/桶以上；当月低硫燃-柴油价差 5G0 MAR 在-250 至-300 美元/吨区间。

图表 11：新加坡 VLSFO 低硫燃月差



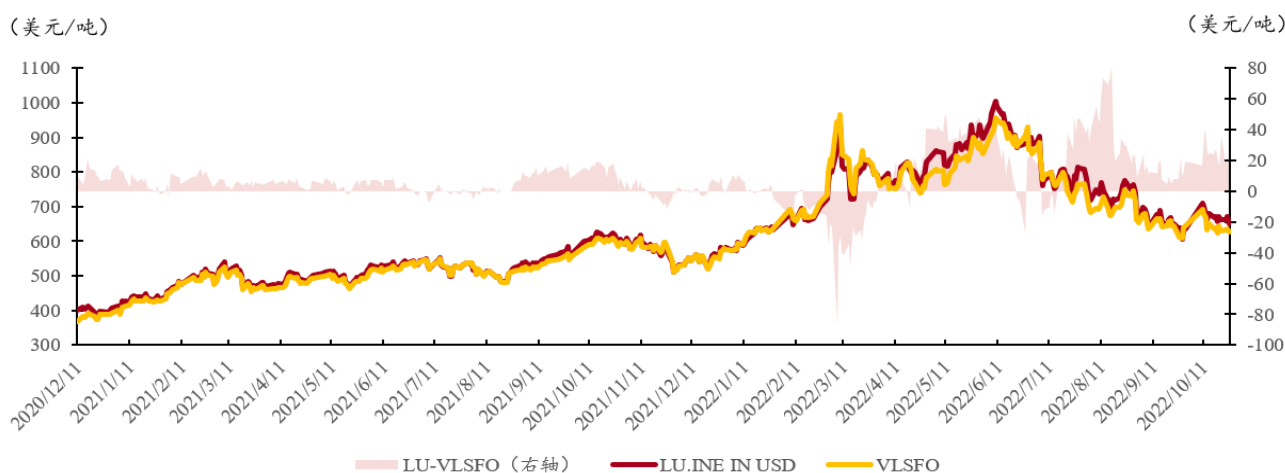
资料来源：普氏；中银期货

图表 12：新加坡燃料油库存



资料来源：ESG；中银期货

图表 13: 上海 LU-新加坡 VLSFO 内外盘价差



资料来源: 普氏; Wind; 中银期货

2.4 高硫燃延续偏弱格局

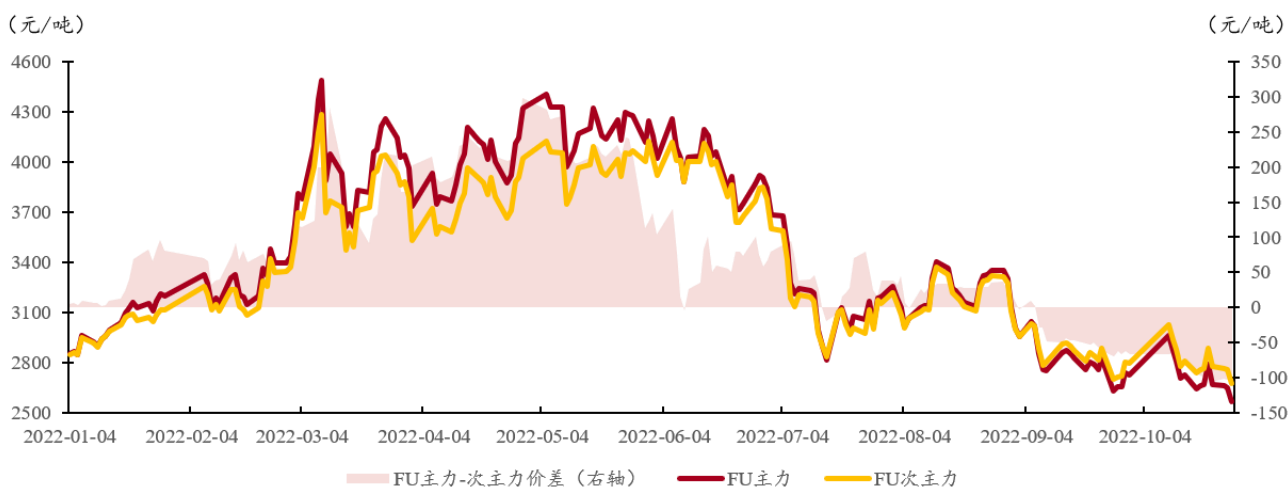
1 月高硫燃料油延续偏弱格局, 从供给侧来看, 欧美制裁导致俄罗斯燃料油出口转向为新加坡地区高硫燃供应趋宽的主要原因。俄乌局势升级以来, 原本出口至美国的俄罗斯燃料油被迫转向中东及新加坡地区, 导致中东燃料油供应较为充足, 其燃料油库存水平高于去年同期。截至 1 月 9 日当周, 阿联酋富查伊拉工业区包括发电燃料油和船用燃料油在内的燃料油库存录得 1005.9 万桶, 同比增长 6.3%。

从需求侧来看, 中东及南亚地区处于冬季电力需求淡季。值得一提的是, 据 MPA 数据, 2022 年新加坡船用高硫燃料油销量为 1368 万吨, 同比增长 6.16%, 占比上升 2.75% 至 28.53%。2022 年俄乌局势升级后, 高低硫燃料油贸易格局重塑, 高低硫价差突破至新高位区间运行, 高硫燃的经济性相对提升, 故其船燃需求有所抬升。但由于 IMO 新政后高硫燃市场体量大幅萎缩, 船用油需求小幅上行的利好作用相对有限。

从月差结构而言, 1 月 FU 5-9 价差延续 Contango 结构, 基本在 -50 元/吨以内。外盘 S380 同期月差前期维持近月贴水结构, 基本在 -1 至 -2.5 美元/吨区间, 但国内春节假期期间 S380 4-8 月差转为 Backwardation 结构且一度走阔至 10 美元/吨附近, 并带动内盘 FU 5-9 月差结构转变, 或因节后高硫燃标准船

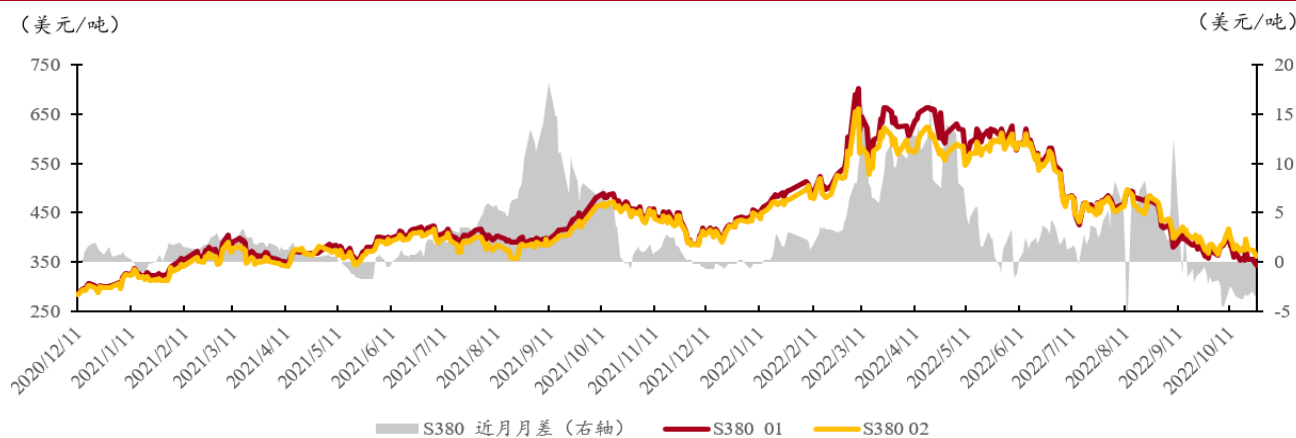
用油供应短期收紧，后续或逐步缓解，不排除FU主力-次主力月差回到近月贴水结构可能。仓单库存方面，继12月FU大量净入库逾16.5万吨之后，1月高硫燃料油FU出库逾8.5万吨，目前仓单库存约8.25万吨。

图表 14: 内盘FU高硫燃主力-次主力月差



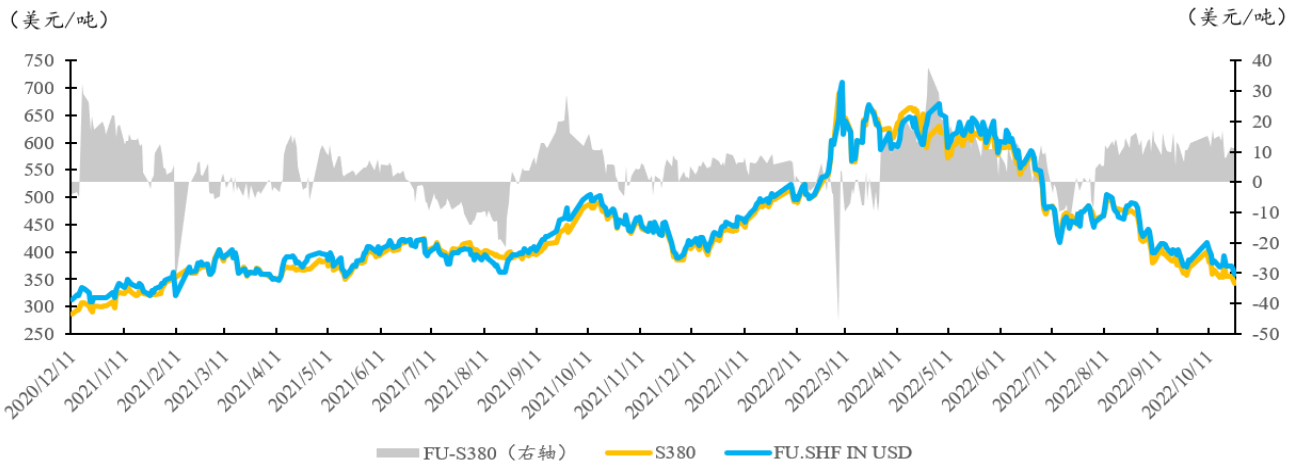
资料来源: Wind; 中银期货

图表 15: 新加坡 S380 高硫燃月差



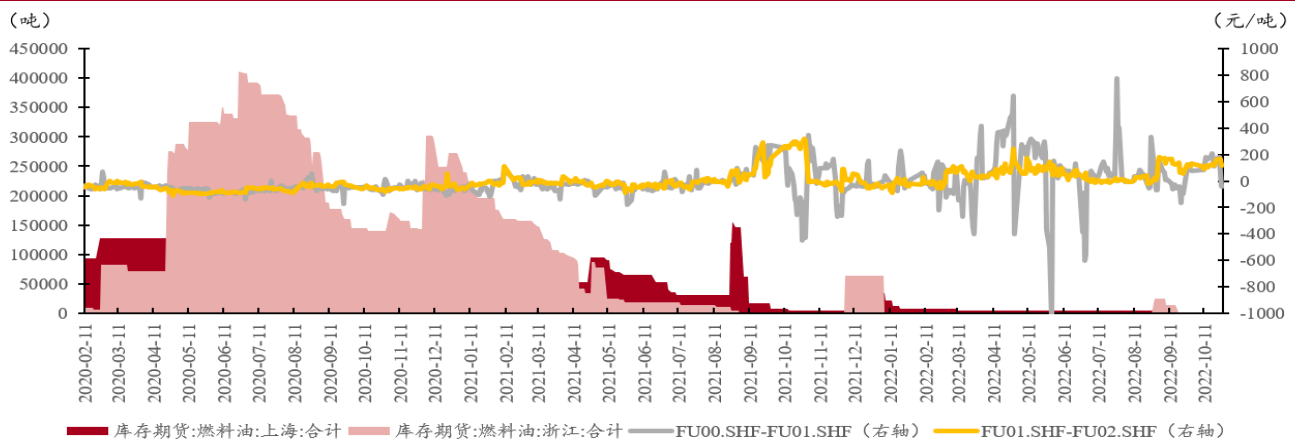
资料来源: 普氏; 中银期货

图表 16: 上海FU-新加坡 S380 内外盘价差



资料来源：普氏；Wind；中银期货

图表 17：国内FU仓单



资料来源：INE；中银期货

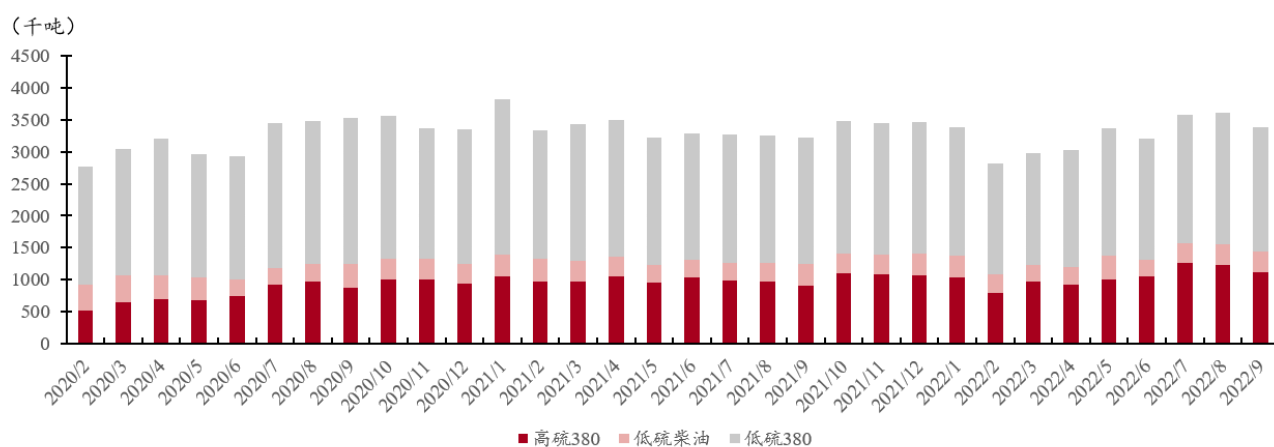
2.5 高低硫价差宽幅波动

去年俄乌局势升级以来，全球燃料油市场贸易流向发生转变，高低硫燃料油均以供应逻辑为主导，二者强弱差异逐步形成新平衡格局。高低硫价差此前以 600-800 元/吨为合理区间，而随着俄乌冲突后低硫燃供应偏紧及高硫燃供应偏宽格局固化，目前高低硫价差进入 1500-2000 元/吨基础区间运行状态。

1 月高低硫价差呈 V 字型走势，与前期高位相比整体偏弱。1 月上旬成本端连续回调对低硫燃走势构成较大影响，内盘 LU-FU 03 价差一度下探至 1200 元/吨，外盘 Hi-5 FEB 一度徘徊在 180 美元/吨附近。随着原油走势企稳，高低硫

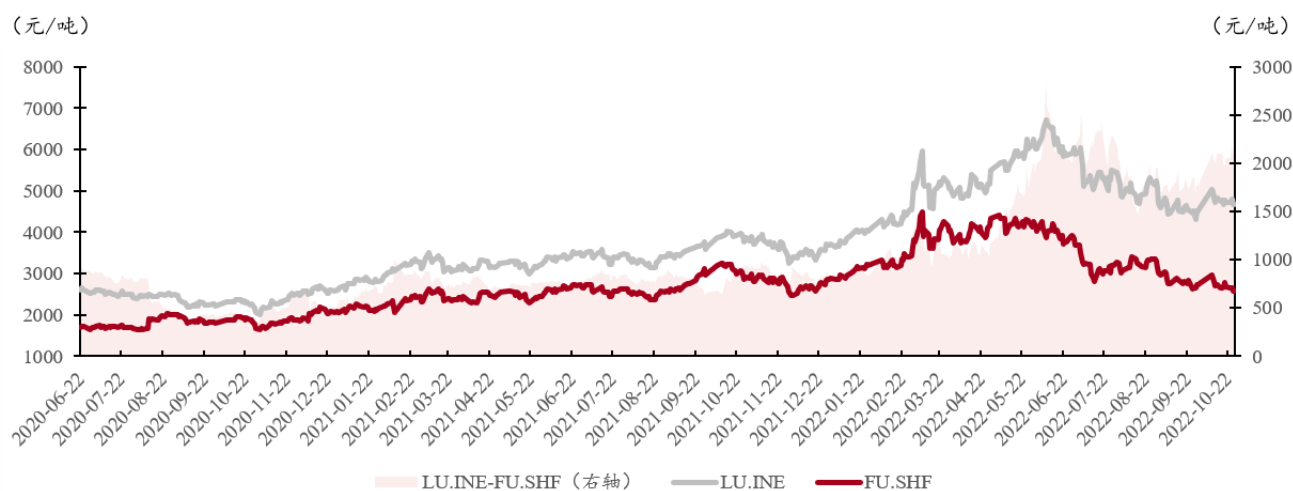
价差逐步回升，目前 LU-FU 05 价差重回 1400 元/吨以上，外盘 Hi-5 APR 在 200 美元/吨以上。考虑到欧美对俄罗斯制裁短期之内难以完全放开，高低硫燃料油供应强弱格局较难根本性扭转，短期之内高低硫价差预计与前期高位相比以偏弱走势为主，但下方支撑仍较为稳固。

图 18：新加坡不同油品船加油量



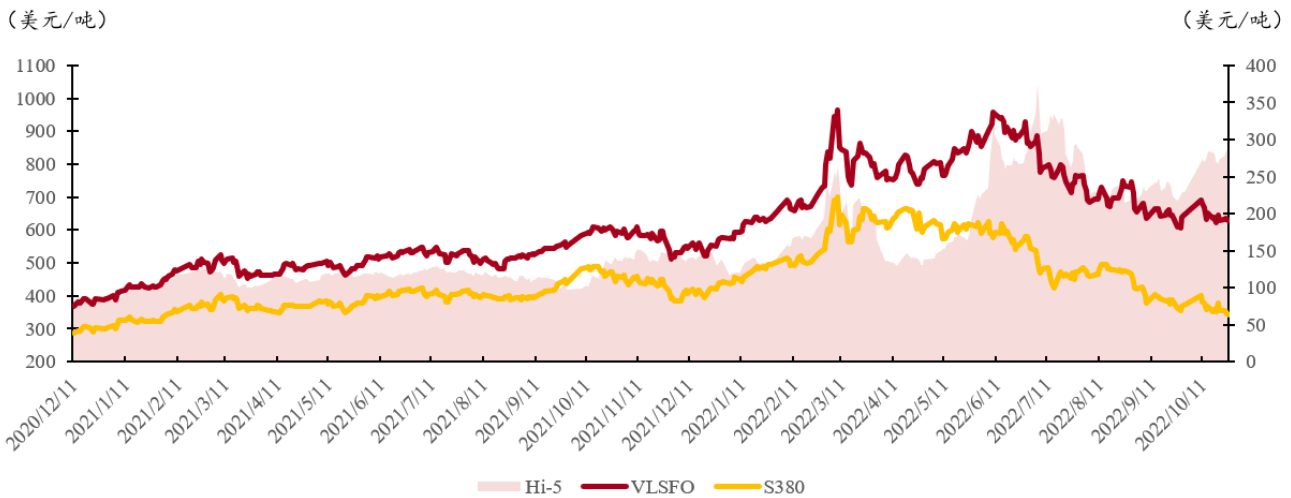
资料来源：彭博；中银期货

图表 19：内盘 LU-FU 高低硫价差



资料来源：Wind；中银期货

图表 20: 新加坡 Hi-5 DEC 高低硫价差



资料来源：普氏；中银期货

2.6 市场政策导向

2.6.1 上海富远完成首单保税燃料油加注

中石油旗下上海富远燃料油有限责任公司于去年 8 月获批国际航行船舶保税油加注上海地方牌照，今年 1 月 17 日于上海港外高桥五期港区为“中外运上海”油轮加注 300 吨保税低硫燃料油，实现加注业务首单突破，有力推进了中石油在上海地区保税油加注业务的发展和布局。2022 年上海地区保税油加注量在 285 万吨左右，为中国第二大供油港口，占比超过 14%。

2.7 后市展望

1 月高低硫燃料油绝对价格跟随成本端 V 字型走势，低硫燃基本面格局相对稳固，高硫燃出现短期供应波动，但高低硫价差下方支撑仍存。

低硫燃方面，新加坡地区供应与前期相比处于偏宽松状态，主要由于西区套利船货处于相对高位，船用油消费较为平稳，节后需求或存一定增长空间。我国船加油市场继续稳步发展，预计今年一季度船加油需求持稳为主。从供给侧来看，俄乌局势升级以来新加坡货源紧缺加之船燃价格高企等因素导致我国低硫燃进口量维持低位，商务部加量下发低硫燃出口配额以抬升国产资源产量，

从而在一定程度上弥补供应缺口。考虑到俄乌局势所导致的新加坡市场供需结构变化在短期之内较难根本性扭转，预计我国保税低硫燃产量将继续以小幅增长态势为主，保税船加油进口资源依存度将逐步下滑。但我国低硫燃市场供应与往年同期相比偏紧的问题难以彻底扭转，预计 LU 主力-次主力月差 Backwardation 结构较为稳固。同时相对于新加坡而言，国内低硫燃市场预计延续偏紧格局，内盘升水格局仍较为稳固，内外盘价差下方支撑较强。

高硫燃方面，亚太地区整体供应呈偏宽松格局，主要由于欧美制裁导致俄罗斯燃料油出口转向为中东及新加坡地区。从需求侧来看，中东及南亚地区处于冬季电力需求淡季。航运方面，新加坡船用高硫燃料油占比有所提升，或因俄乌局势升级后高低硫价差突破至新高位区间运行，高硫燃的经济性相对提升。但由于 IMO 新政后高硫燃市场体量大幅萎缩，船用油需求小幅上行的利好作用预计有限。值得一提的是，外盘 S380 4-8 月差春节期间转为 Backwardation 结构且显著走强，并带动内盘 FU 5-9 月差结构转变，或因节后高硫燃标准船用油供应短期收紧，后续或逐步缓解，不排除 FU 主力-次主力月差回到近月贴水结构可能。

从相对走势而言，目前高低硫价差与前期高位相比整体偏弱，但考虑到欧美对俄罗斯制裁短期之内难以完全放开，高低硫燃料油供应强弱格局较难根本性扭转，短期之内高低硫价差预计与前期高位相比以偏弱走势为主，但下方支撑仍较为稳固。

对于明年一季度高低硫燃料油的绝对价格预期分化，FU 高硫燃料油均价或处 2500-3000 元/吨区间，LU 低硫燃料油均价或处 4000-4500 元/吨区间。从相对价格而言，高低硫燃料油预计延续差异化格局，明年一季度高低硫价差均价或处 1500-2000 元/吨区间。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513